

미용기기 INITIATION
OVERWEIGHT
2026. 09. 01

K-Aesthetics:

From Local to Global

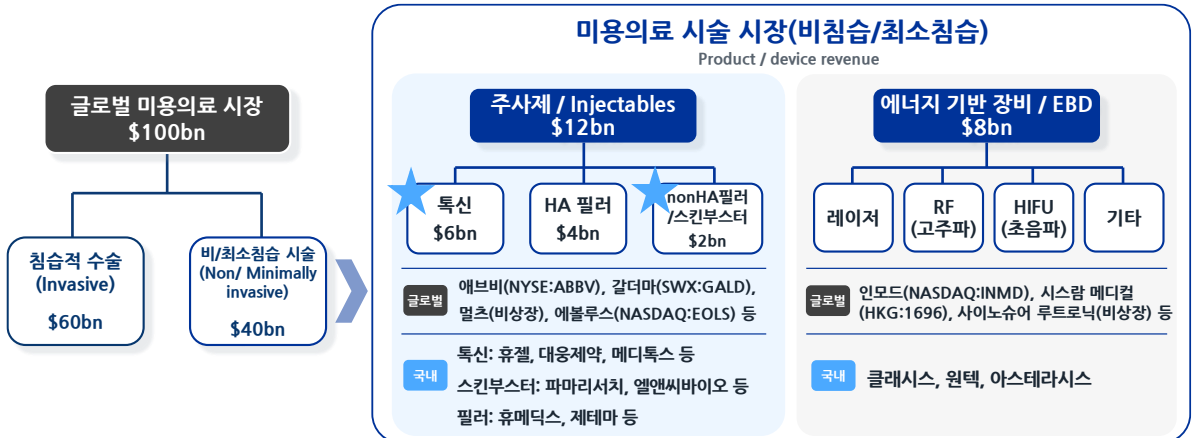
LOCAL
KOREA

K-미용의료의 글로벌 도약기

GLOBAL
THE WORLD

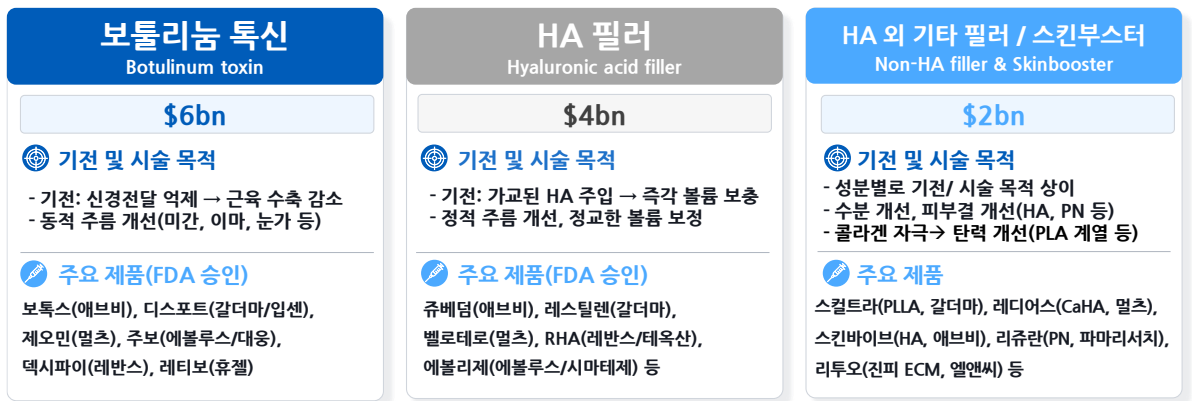


1. 글로벌 미용의료 시장: 침습적 수술, 비침습/최소침습 시술(주사제, EBD, 기타)



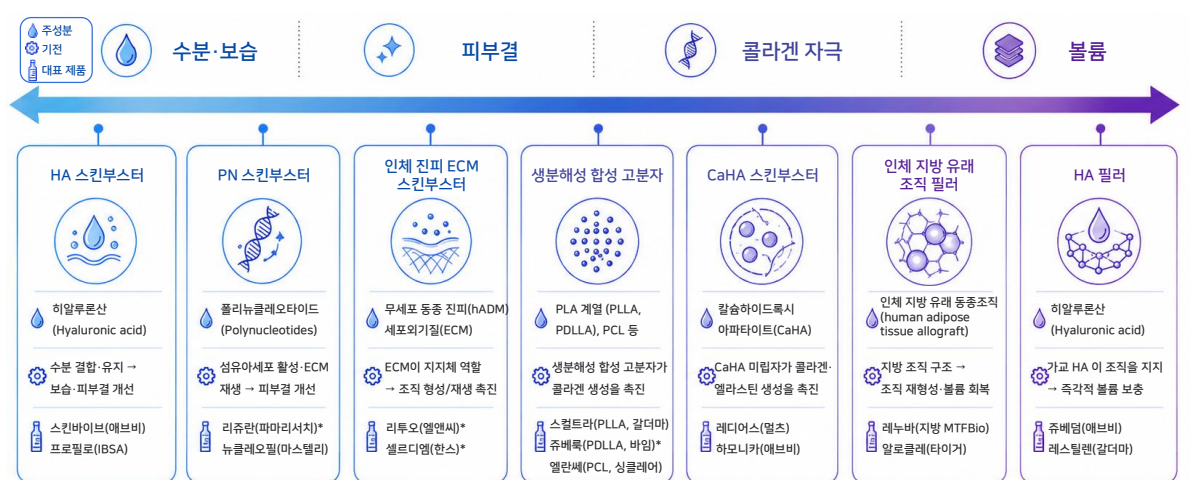
주: 시장 규모는 2026E 기준; 전체 미용의료 시장은 서비스 시장(sell out) 기준, 주사제/EBD는 제품 및 장비 공급(sell in) 기준으로 단순 합산 불가
자료: Grand view research, 각 사, 유진투자증권

2. 미용의료 주사제 분류: 보툴리눔 독신, HA 필러, non HA 필러/스킨부스터



주: 시장 규모는 2026E 기준
자료: Grand view research, 각 사, 유진투자증권

3. 필러/스킨부스터 분류 스펙트럼



주: 본 도식은 산업 전반적인 이해를 위한 개념적인 분류로서 임상적/과학적으로 검증된 분류가 아니며 각 제품별로 기전 및 효과는 상이함
자료: 산업 자료, 각 사, 유진투자증권

Contents

Summary	4
KEY CHARTS	6
I. [투자전략] 실적으로 입증할 기업에 주목	9
Top picks: 휴젤, 파마리서치	9
국내 미용의료 3 번째 성장기: 글로벌 수익 창출 본격화	10
II. [톡신] From Botox to K-tox	15
1. 글로벌화된 K-톡신, 점유율을 이익으로 전환할 시점	15
2. 미국 톡신 수요는 메드스파와 함께 확장	16
3. 미용의료 네트워크의 기반이 되는 톡신	20
4. 여전히 높은 미국의 진입장벽, 후발 제품 성장 여력은 충분	22
5. 글로벌 시장에서 확인되는 한국 톡신의 구조적 경쟁력	30
III. [스킨부스터] From Fill to Heal	34
1. 국내에서 검증된 스킨부스터, 유럽/아시아로 확장	34
2. 미용의료 트렌드는 '즉각 교정'에서 '자연스러운 개선'으로	35
3. 스킨부스터 시장의 성패는 브랜드와 상업화 역량이 좌우	38
4. 국내 의료관광은 내수 성장과 해외 확산의 연결고리	42
5. 글로벌 경쟁력이 될 K 스킨부스터의 브랜드 가치	47
Appendix: 톡신 소송, 관세 영향 점검	49
기업분석	53
파마리서치(214450.KQ)	
휴젤(145020.KQ)	
엘앤씨바이오(290650.KQ)	
메디톡스(086900.KQ)	

Summary

K-Aesthetics: From Local to Global

[K-미용의료의 글로벌 도약기]

[Investment Strategy] 국내 미용의료 주사제 기업의 합산 시가총액은 2026년 6월 초를 저점으로 8% 반등했으나, 2025년 9월 고점 대비로는 약 30% 낮은 수준이다. 고점 이후 국내 중심의 실적 성장을 둔화 우려와 높은 밸류에이션 부담이 주가 조정을 이끌었다. 그러나 합산 영업이익은 향후 3년간 연평균 25% 이상 성장할 전망으로, 현재 주가는 펀더멘털을 충분히 반영하지 않고 있다고 판단한다. 추가적인 주가 상승은 글로벌 시장에서 확인되는 매출 성장과 이익 창출 능력에 따라 차별화될 전망이다. 이에 Top picks로 휴젤(BUY, TP 42만원), 파마리서치(BUY, TP 54만원)를 제시한다. 휴젤은 2027년 상반기 미국 특신 직접 판매 매출액이 본격적으로 반영되기 시작하면서 강한 주가 상승이 나타날 것으로 전망한다. 2026년 하반기에는 파마리서치가 가파른 화장품 수출 성장과 예상보다 빠른 유럽 리쥬란 수출 증가에 힘입어 반등 추세를 이어갈 전망이다.

[세 번째 성장 국면 진입] 2026년, 국내 미용의료 기업들은 글로벌 상업화 성과가 기업가치를 결정하는 세 번째 성장 국면에 진입했다. 과거에는 특신의 글로벌 진출 기대(2010년대)와 스킨부스터의 국내 고성장(2020년대 초중반)이 업종 밸류에이션을 견인했다면, 2026년부터는 해외에서 창출하는 매출과 이익이 기업가치를 좌우할 전망이다. 글로벌 미용의료 시장은 자연스러운 외모 변화에 대한 선호와 제품·가격대의 다변화, 시술 채널 확대를 기반으로 저변이 넓어지고 있다. 국내 기업들도 가격 경쟁력과 차별화된 제품력을 통해 글로벌 판매를 확대하고 있으며, 2026년 한국의 특신과 필러/스킨부스터 수출액은 각각 6.1억달러(+22%yoy), 40.2억달러(+38%yoy)로 고성장할 전망이다.

[보툴리눔 특신 시장] K-특신이 미국에서 의미 있는 점유율을 확보하게 되면서, 이제는 더 높은 수익성과 확장성으로 연결하는 것이 다음 과제로 부상하고 있다. 휴젤은 직접판매 전환을 통해 이를 가장 먼저 확인할 전망이다. 2026년 약 30억달러 규모인 미국 미용 특신 시장은 시장 규모가 크고 판가가 높은 중요한 지역이다. 시술 침투율이 높은 성숙 시장인 만큼 후발 제품은 가격 경쟁력과 차별화된 영업 전략을 기반으로 기존 수요를 확보해야 한다. 대응제약의 주보는 2025년 미국 점유율 14%를 기록하며 중고가 가격대의 후발 제품도 프리미엄 시장에서 의미 있는 점유율을 확보할 수 있음을 입증했다. 휴젤의 판매까지 본격화되면서 한국 특신 제품의 합산 점유율은 2028년 24%까지 상승할 전망이며, 휴젤은 직접 판매로 구축한 네트워크를 통해 글로벌 미용의료 기업으로 성장할 잠재력을 가지고 있다고 판단한다.

[스킨부스터 시장] K-스킨부스터의 글로벌 시장 확장이 본격화되는 가운데, 파마리서치는 유럽을 시작으로 리쥬란의 글로벌 성장 가능성을 확인할 전망이다. 글로벌 스킨부스터 시장은 2026년 17억달러에서 2030년 28억달러로 성장할 전망이며, 유럽과 아시아를 중심으로 다양한 제품이 출시되고 있다. 성분별 기전과 시술 목적이 다른 만큼 시장 확대 과정에서는 의료진과 소비자에게 성분의 효능과 시술 경험을 알리고 브랜드 인지도와 신뢰를 확보하는 것이 중요하며, 이 가운데 피부 질 개선 PN 성분에 대한 관심도 높아지고 있다. 리쥬란은 국내와 아시아에서 축적한 브랜드 인지도와 시술 경험을 기반으로 PN 스킨부스터의 글로벌 시장 확대를 주도할 가능성이 높다고 판단한다.



WHEN

2026년, K-미용의료의 글로벌 진출 성과 본격화

- ✓ 해외 진출 기대감, 국내 고성장 → 글로벌 시장 상업체로 3번째 성장단계 진입
- ✓ 해외 진출 성과를 매출로 증명하고 중장기 이익 성장성으로 연결
- ✓ 향후 3년 미용 주사제 업종 합산 영업이익 CAGR >25% 전망



WHY

글로벌 미용 주사제 시장 '26E \$12B → '30E \$18B



소비자 수요 ↑

- ☐ 수술 대비 낮은 시술 부담
- ☐ 자연스러운 개선에 대한 선호



시술 접근성 ↑

- ☐ 메드스파·시술 의료진 증가
- ☐ 제품 가격대, 선택지 확대



HOW

검증된 특신, 떠오르는 스킨부스터



특신 | 검증된 시장에 침투

- ☐ 반복 시술 기반으로 글로벌 시장 형성
- ☐ 미국은 높은 ASP + 최대 규모 시장
- ☐ 기존 시장 침투 및 전환이 관건



스킨부스터 | 새로운 시장을 확대

- ☐ 자연스러운 피부 개선 수요와 함께 성장
- ☐ 글로벌 시장은 아직 초기 단계
- ☐ 의료진/소비자 신뢰 구축하여 채택↑ 필요



WHO

TOP PICKS: 휴젤, 파마리서치

휴젤(BUY, TP 42만원)

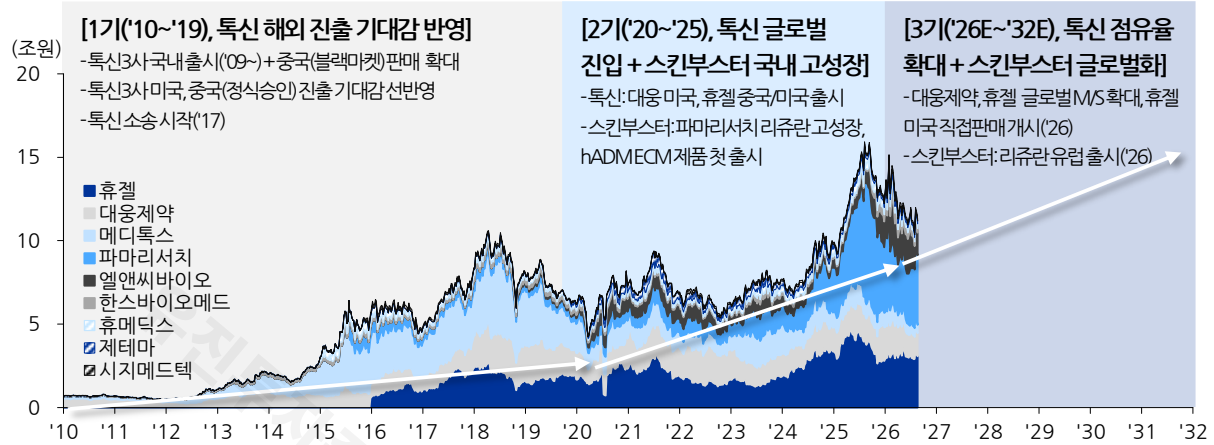
- ✓ 특신 글로벌 레퍼런스, 가격 경쟁력
- ✓ 미국 직판으로 매출, 수익성↑기대
- ✓ 중장기 관점에서 포트폴리오 확장하며 글로벌 기업으로 성장 가능

파마리서치(BUY, TP 54만원)

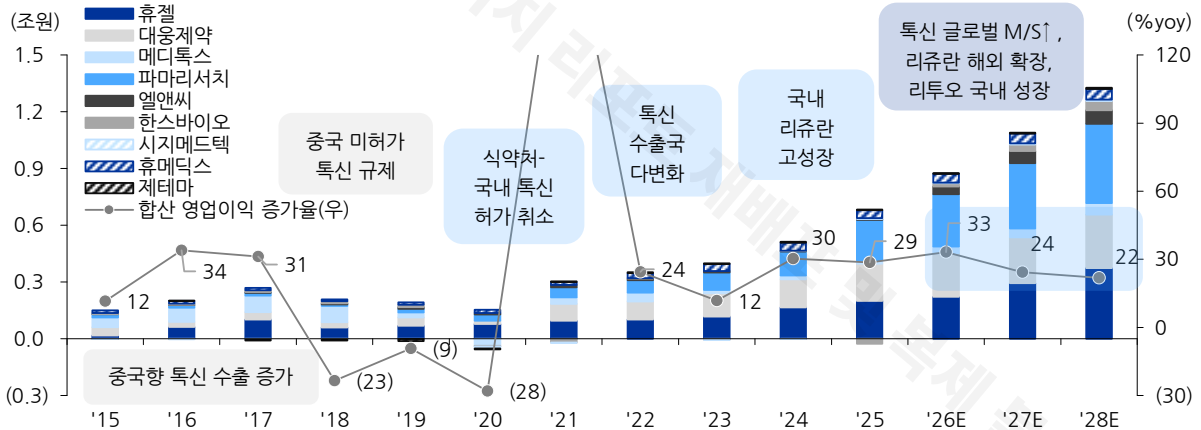
- ✓ 스킨부스터 리쥬란 글로벌 인지도 확장 국면, 화장품과의 시너지 형성
- ✓ PN/PDRN 시장 주요 Player로 부상, 유럽에서 판매 본격화 기대

KEY CHARTS

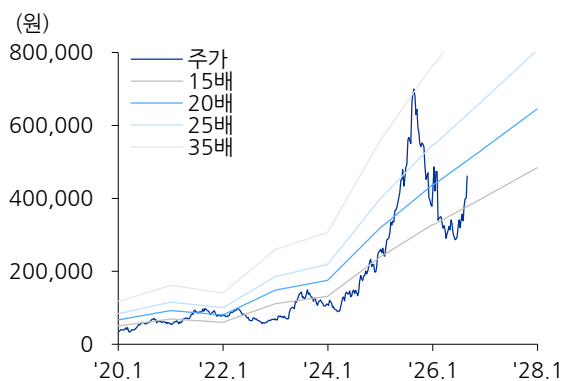
국내 미용의료 업종 3 번째 성장국면: 독신, 스킨부스터 모두 글로벌 시장에서 상업적 성과 확인 기대



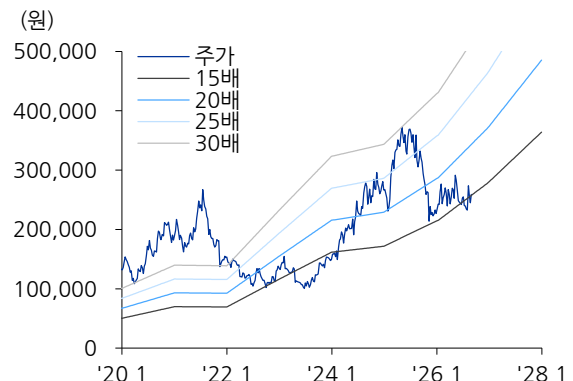
국내 미용의료 기업들의 합산 영업이익 추이: 2026년~2028년 3년 간 연평균 25% 성장 전망



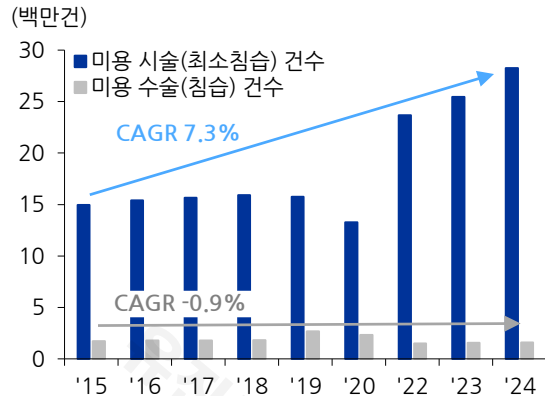
파마리서치 12M Fwd PER 밴드차트 추이



휴젤 12M Fwd PER 밴드차트 추이

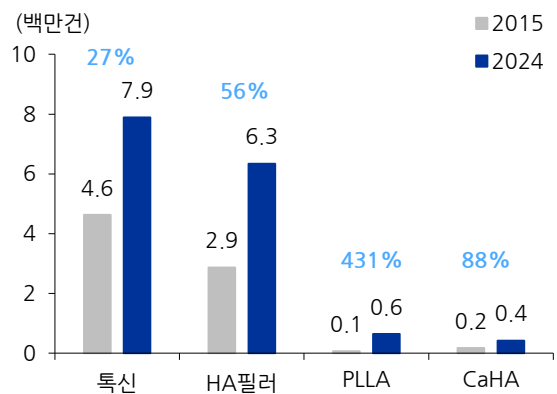


미국 미용의료 시장 미용 수술 및 시술 건수 추이



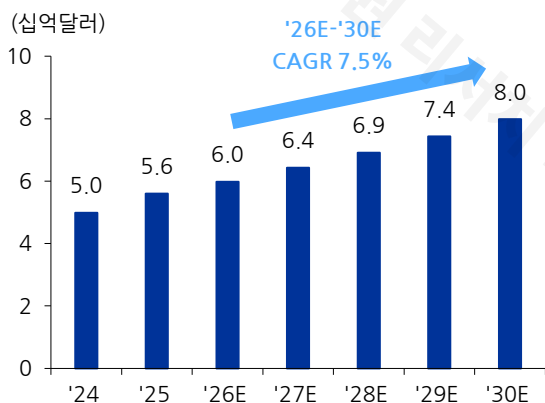
자료: ASPS(American Society of Plastic Surgeons), 유진투자증권

글로벌 미용 주사제 시술 카테고리별 건수 비교



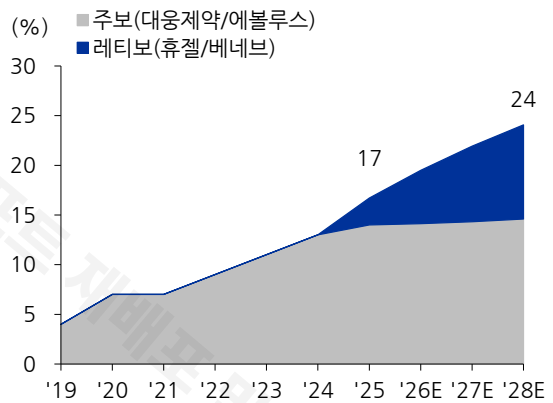
자료: ISAPS(International Society of Aesthetic Plastic Surgery), 유진투자증권

글로벌 미용 톡신 시장 규모 추이 및 전망



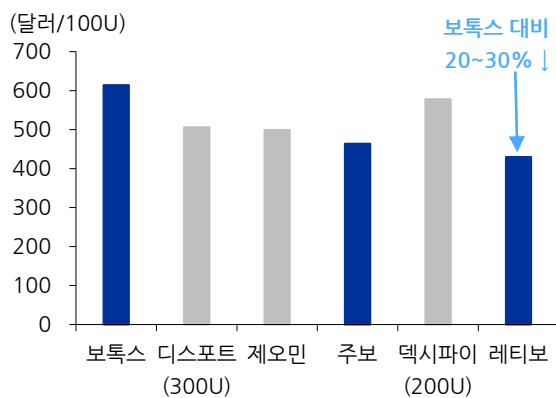
자료: Fortune Business Insights, 유진투자증권

한국 톡신 제품의 미국 점유율 추이 및 전망(물량기준)



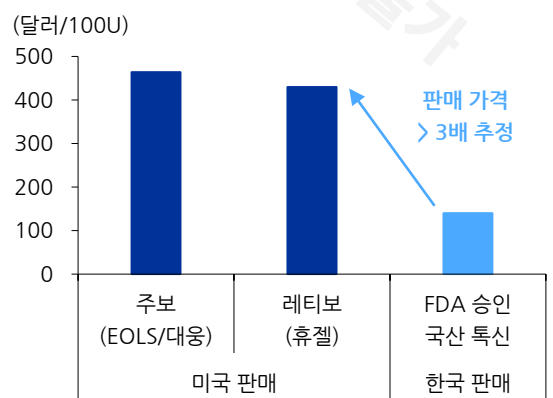
자료: 에볼루스, 휴젤, 유진투자증권 추정

FDA 승인 미용 톡신 제품 6 개의 미국 판매가 비교



주: 의료진 대상 추정 판매 가격; 치료용 적응증을 보유한 제품 4 개는 미국 CMS 의 메디케어 B 약제 지급상한액 자료(2026.07) 기준으로 추정. 디스포트는 300U, 덱시파이는 200U 기준; 주보는 구매 수량별 가격을 공개함; 레티보는 보톡스의 70~80% 가격으로 판매된다는 점을 반영
 자료: CMS, 각 사, 유진투자증권

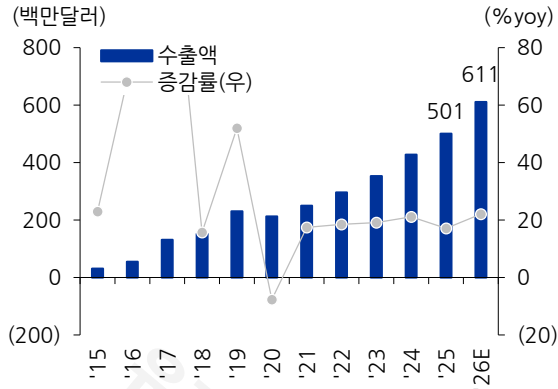
FDA 승인 한국 톡신의 미국, 한국 판매가 비교



주: 의료진 대상 추정 판매 가격; FDA 승인 국산 톡신은 대웅제약의 나보타, 휴젤의 보툴렉스 기준

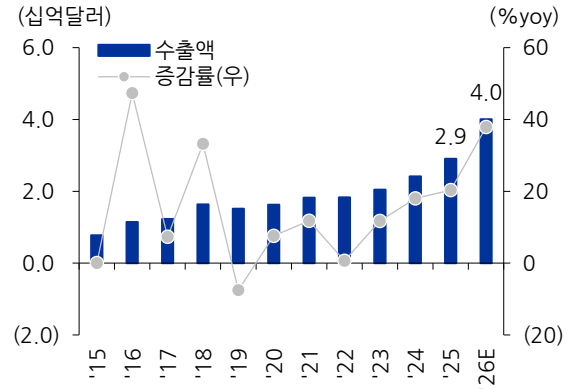
자료: Dressler, D., Kim, N., Johnson, E.A. et al, 유진투자증권

한국의 보틀리닝 특신 수출 금액 추이 및 전망



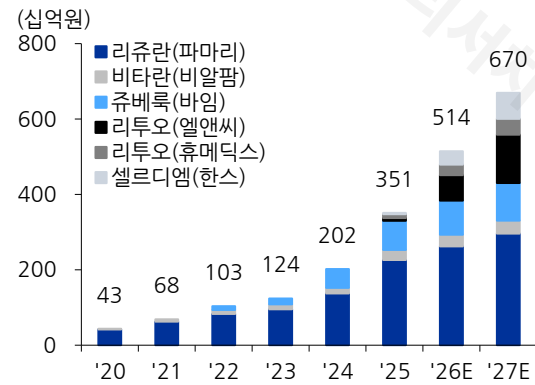
주: HS Code 3002.49.1000, 3002.90.9000, 3002.90.3090
자료: KITA, 유진투자증권

한국의 기타화장품 수출 금액 추이 및 전망



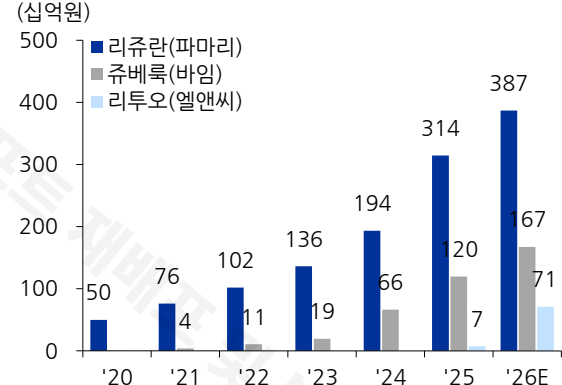
주: HS Code 3304.99.9000(필러, 스킨부스터가 포함됨)
자료: KITA, 유진투자증권

국내 스킨부스터 시장 규모 및 전망



주: 각 제품의 내수 매출액 기준
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

국내 스킨부스터 제품 글로벌 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, 유진투자증권 추정

국내 주요 스킨부스터 제품 3 개의 글로벌 상업화 현황

개발사/판매사 (소재지)	제품명 (주성분)	국내	미국	중국	아시아 (중국 외)	유럽	남미	중동
파마리서치	리쥬란 (PN)	한국('14)	준비 중 ('32E)	임상 중 ('28E)	태국('22), 일본('28E)	유럽 CE MDR (24)	멕시코 등('24), 브라질('27E)	UAE('24), 사우디('26)
바임	쥬베록 (PDLLA+HA)	한국('19)	-	중국 출시 준비 중 ('26)	태국('24) 등	유럽 CE ('20)	멕시코('25)	-
엘앤씨바이오	리투오 (hADMECM)	한국('25)	-	-	싱가포르('25)	-	-	-

주: 괄호는 승인(목표) 연도; 회색배경은 미허가 지역
자료: 각 사, 유진투자증권

I. [투자전략] 실적으로 입증할 기업에 주목

Top picks: 휴젤, 파마리서치

국내 미용의료 주사제 업종의 투자판단 기준이 단기 실적 성장률에서 해외 매출의 지속가능성으로 이동하고 있다. 2024~2025년에는 해외 진출 기대감과 국내에서의 실적 고성장이 밸류에이션 프리미엄을 설명했지만, 2026년 이후에는 해외 매출 증가가 반복 주문과 이익 성장으로 이어지는지가 멀티플 회복의 핵심 변수가 될 전망이다.

이에 따라 특신의 미국 직접판매, 글로벌 점유율 상승을 통해 매출 성장 및 중장기 수익성 개선이 기대되는 휴젤(BUY, TP 42만원)과, 유럽에서 본격적인 리쥔란의 판매 성과를 확인하며 국내에서의 성장을 이어갈 것으로 예상되는 파마리서치(BUY, 54만원)를 최선호주로 제시한다.

기업별 투자의견 및 실적 요약

(단위: 십억원, 배)		파마리서치 ★	휴젤 ★	엘앤씨바이오	메디톡스
투자의견		BUY	BUY	NR	BUY
현재시총		4,426	3,154	1,432	503
목표주가 (원)		540,000	420,000	NR	100,000
현재주가 (원)		426,000	252,000	53,100	68,900
매출액	2025	536.3	425.1	85.5	247.3
	2026E	712.3	541.3	160.1	275.8
	2027E	864.4	661.3	231.0	304.0
매출액 증가율(yoy)	2025	53.2%	14.0%	18.7%	8.2%
	2026E	32.8%	27.3%	87.3%	11.5%
	2027E	21.3%	22.2%	44.3%	10.2%
영업이익	2025	214.4	200.9	4.4	17.0
	2026E	279.9	217.4	35.6	34.8
	2027E	349.4	278.3	60.8	48.3
영업이익 증가율(yoy)	2025	70.1%	20.8%	14.1%	-16.4%
	2026E	30.6%	8.2%	706.8%	104.8%
	2027E	24.8%	28.0%	70.7%	38.8%
영업이익률	2025	40.0%	47.2%	5.2%	6.9%
	2026E	39.3%	40.2%	22.3%	12.6%
	2027E	40.4%	42.1%	26.3%	15.9%
PER	2025	25.4	20.1	NA	53.1
	2026E	19.5	17.7	124.1	19.0
	2027E	15.8	13.5	61.0	13.3

주: 2026.8.31 종가 기준

자료: Quantwise, 유진투자증권 추정

국내 미용의료 3 번째 성장기: 글로벌 수익 창출 본격화

2026 년 이후 독신,
스킨부스터 기업가
치 동반 성장 기대

2026 년 국내 미용의료 산업은 독신과 스킨부스터의 글로벌 이익 기여가 본격화되며 3 번째 성장 국면에 진입했다. 1 기, 2 기의 합산 시가총액 상승을 견인한 카테고리별 각각 독신, 스킨부스터였다면, 3 기에는 독신과 스킨부스터 모두 글로벌 시장에서 이익을 창출하며 기업가치 상승을 이끌 것으로 예상된다.

1 기의 합산 시총
증가는 독신기업들
의 글로벌 진출
기대감이 주도

1 기(2010 년대)에는 초반 메디톡스, 휴젤, 대웅제약이 국내에서 독신 제품의 식약처 승인을 받으며 독신 산업이 개화하였다. 2010 년대 후반에는 중국 중심의 아시아 시장에서 판매를 확대했다. 이와 함께 독신 3 사의 글로벌 임상 3 상 진행으로 해외 진출 기대감이 주가에 선반영되면서 독신 3 사의 합산 시가총액은 9.6 조원까지 상승하였다.

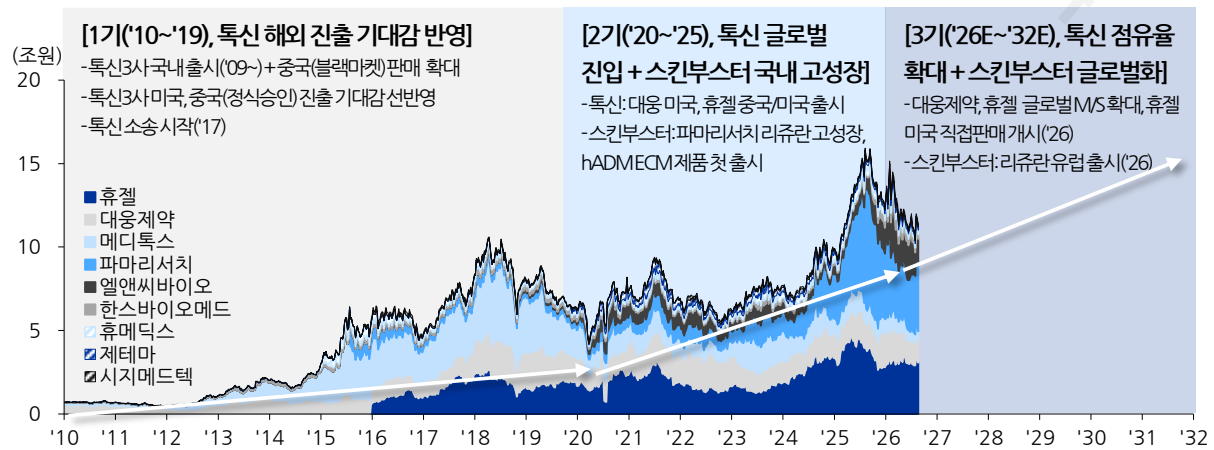
2 기에는 스킨부스
터 카테고리 형성을
주도한 파마리서치
가 견인

2 기(2020~2025 년)에는 대웅제약, 휴젤이 미국/중국/유럽 등 글로벌 주요 지역에서 점유율을 높이기 시작하고 파마리서치의 스킨부스터 리쥬란이 국내에서 고성장하며 2025 년 합산 시가총액이 16 조원까지 증가했다. 그러나 국내 독신 및 스킨부스터 경쟁 심화로 실적 성장을 둔화가 예상되며 2026 년 현재 합산 시가총액은 11.3 조원으로 고점 대비 26% 하락하였다(8/31 기준).

3 기부터는 글로벌
시장에서의 실적으
로 증명해내야 함

기대감이 선반영되었던 만큼, 2026 년 이후 미용의료 업종에서의 기업가치는 실적 성장률뿐 아니라 해외 시장에서 지속가능한 이익 창출 역량을 입증하는지에 따라 차별화될 전망이다. 또한 국내 점유율 경쟁만으로는 추가적인 기업가치 상승을 기대하기 어려우므로 앞으로는 기업들이 각자의 경쟁우위를 바탕으로 글로벌 시장에서 독자적인 성장 기반을 확보해야 한다.

국내 미용의료 업종 3 번째 성장국면 진입: 독신, 스킨부스터 모두 글로벌 시장에서 상업적 성과 확인 기대



해외 성장의 질적 전환, 밸류에이션 지표 상승을 이끌 전망

합산 영업이익 3년
간 연평균 >25%
증가 전망, 이익 성
장과 멀티플의 괴리
가 해소될 시점

국내 미용의료 주사제 주요 기업의 합산 영업이익은 2026년 이후 3년간 연평균 25% 이상 성장할 전망이다. 반면 2025년 합산 영업이익의 63%를 차지하는 파마리서치와 휴젤의 12MF Fwd PER은 2024~2025년 평균 21배에서 현재 각각 18배, 16배까지 하락했다. 실적 성장에도 멀티플이 축소되면서 이익 증가와 주가의 괴리가 확대된 만큼, 향후 해외 사업의 성과가 확인되는 과정에서 밸류에이션도 반등할 전망이다.

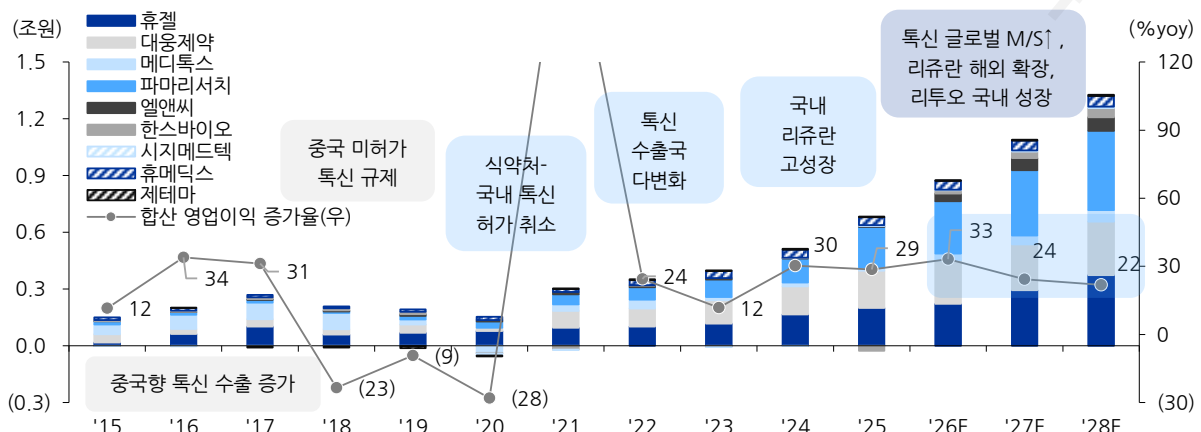
멀티플 감소는 국내
경쟁 심화+성장률
둔화로 성장 지속성
에 대한 우려가
증가함에 기인

2024~2025년에는 높은 실적 성장률과 해외 진출 기대가 반영되며 섹터가 빠르게 리레이팅됐다. 그러나 2025년 하반기 이후 국내 독신과 스킨부스터 시장의 경쟁이 심화되고 높은 실적 기저에 대한 부담이 커지면서, 시장은 이익 성장률보다 성장의 지속 기간을 보수적으로 평가하기 시작했다. 현재의 멀티플은 향후 실적 둔화 가능성뿐 아니라 해외 사업의 성과가 반복 가능한 이익으로 이어질지에 대한 불확실성을 반영하고 있다.

현재의 멀티플 하락
은 과도 → 글로벌
시장 성과 확인하며
할인 축소 전망

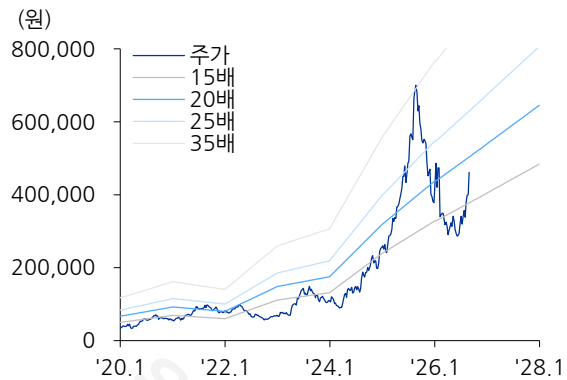
2026년 이후 주요 기업의 해외 성장은 초도 물량과 파트너 주문에 의존하는 단계를 넘어 현지 영업망과 브랜드 자산을 축적하는 방향으로 전환될 전망이다. 휴젤은 미국 직접판매로 의료진 네트워크를 쌓고 중장기적으로는 포트폴리오를 확대하여 자체 브랜드를 구축할 것으로 기대된다. 파마리서치는 의료기기와 화장품 판매를 통해 글로벌 시장에서 브랜드 인지도를 높이고 유통 접점을 확대하고 있다. 이러한 변화는 해외 매출의 반복성과 성장 지속 기간을 높여 현재의 밸류에이션 할인을 축소시키는 요인이 될 것이다.

국내 미용의료 기업들의 합산 영업이익 추이: 2026년 이후 3년 간 연평균 25% 이상 성장 전망



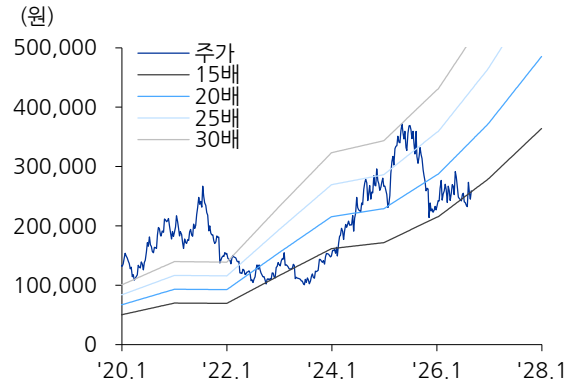
주: 예상 실적은 당사 추정치 기준; 자료: Quantwise, 유진투자증권

파마리서치 12M Fwd PER 밴드차트 추이



자료: 유진투자증권 추정

휴젤 12M Fwd PER 밴드차트 추이



자료: 유진투자증권 추정

글로벌 미용의료 기업 피어 테이블

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		보툴리눔 독신			스킨부스터		EBD			
항목 기업명		휴젤	대웅제약	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		3,154	1,472	503	4,426	1,432	2,208	451	\$50.2B	\$0.6B
YTD 주가 수익률		9%	-26%	-43%	6%	-13%	-38%	-40%	7%	32%
매출액	2025	425	1,571	247	536	85	337	157	5,241	297
	2026E	538	1,666	268	695	162	441	189	6,378	330
	2027E	658	1,761	300	848	221	554	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	10%	8%	53%	19%	39%	36%	18%	12%
	2026E	27%	6%	8%	30%	89%	31%	20%	22%	11%
	2027E	22%	6%	12%	22%	37%	26%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	197	17	214	4	171	52	889	(38)
	2026E	219	231	30	271	37	194	48	1,356	9
	2027E	285	242	37	338	63	255	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	13%	7%	40%	5%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	41%	14%	11%	39%	23%	44%	25%	21%	3%
	2027E	43%	14%	12%	40%	28%	46%	26%	24%	8%
당기순이익 (지배)	2025	141	196	17	165	(138)	132	35	'25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	175	185	25	221	23	155	45	2,572	297
	2027E	224	182	37	271	55	200	41	49%	100%
PER	2025	20.3	10.2	56.3	28.4	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	17.4	7.5	20.8	20.9	57.9	13.6	9.2	44.1	-
	2027E	13.7	7.6	13.3	17.1	25.2	10.5	10.0	32.4	48.0

주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.8.31 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

자료: Quantivise, Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 기업과의 밸류에이션 격차를 줄이기 위한 조건

국내사는 브랜드
로열티 확대 및
네트워크 구축 필요

국내 기업들이 글로벌 기업과의 밸류에이션 격차를 줄이기 위해서는 브랜드 로열티를 확보하고 산업 내 자체 네트워크를 구축하여 지속가능한 사업 모델을 입증해야 한다.

갈더마, 에볼루스의
2027E PER은 각
32 배, 48 배로 높은
프리미엄을 받음

글로벌 미용의로 상장사는 애브비, 갈더마, 에볼루스가 있으며 글로벌 제약사인 애브비를 제외하고 미용의로 부문 비중이 높은 갈더마, 에볼루스는 2027E PER이 각 32 배, 48 배로 매우 높은 프리미엄을 받고 있다. 2025년 기준 3개 기업의 미용의로 사업부 매출액(비중)은 각 86 억 달러(14%, 치료용 보톡스 합산 기준), 26 억 달러(49%), 3 억 달러(100%)이다.

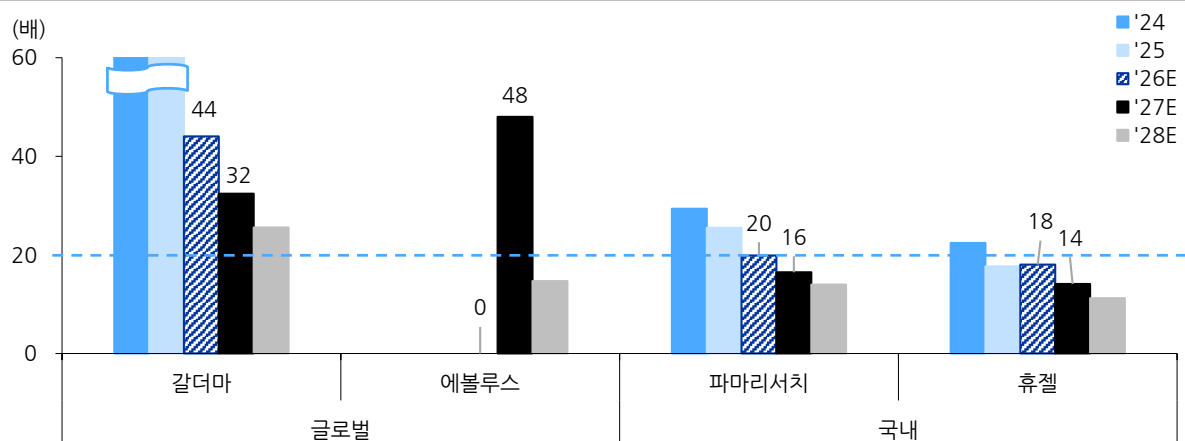
갈더마: 밸류에이션
프리미엄은 독신
중심의 종합 포트
폴리오+피부질환
신약 가치로 설명됨

갈더마(시가총액 502 억 달러, 8/28 기준)는 독신, HA 필러, 바이오스티뮬레이터 등 미용의로 주사제 전반의 포트폴리오를 보유하고 있다. 갈더마의 기업가치에는 달성 가능한 최대 연매출액(peak sales)이 40 억달러로 예상되는 피부질환 신약의 가치가 반영되어 있다는 점은 감안해야 한다. 그러나 갈더마는 차세대 독신 펩티데스(액상형)의 미국 상업화를 추진하고 PLLA 스킨부스터 스컬트라의 판매가 확대되는 것 역시 갈더마의 기업가치 상승에 기여하고 있으므로 국내 미용의로 기업의 비교 대상으로 참고할 수 있다.

에볼루스: 적극적인
B2C 마케팅으로
미국 미용독신 시장
MS 14%까지 확대

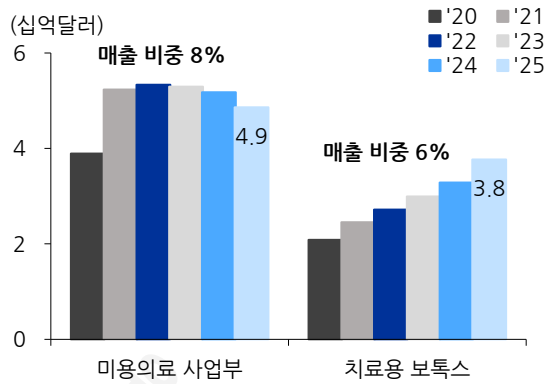
에볼루스(5.9 억 달러, 8/28 기준)는 미국 독신 시장 후발주자임에도 적극적인 B2C 마케팅을 통한 브랜딩으로 미국 독신 시장 점유율을 14%까지 확대했다. 2025년에는 HA 필러를 출시하며 포트폴리오를 확대했다. 순이익 흑자전환 시점이 2027 년으로 예상된다는 점에서 안정적 이익을 창출하고 있는 국내 기업과 직접 비교는 어렵다. 그러나 적자 상태에서 높은 멀티플이 유지되는 것은 글로벌 시장에서 상업화 역량 자체가 주요한 프리미엄 요인임을 시사한다.

글로벌, 국내 미용의로 주요 기업들의 PER 추이(2024~2028E)



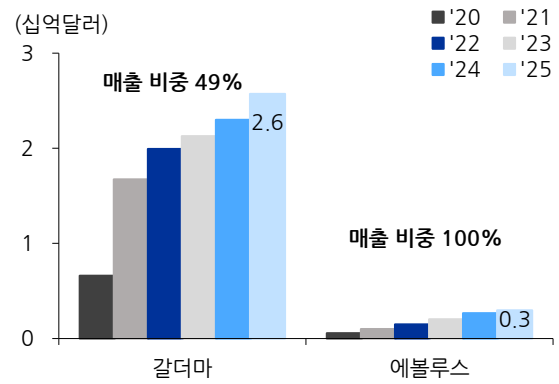
주: 2026.08.31. 종가 기준; 자료: Bloomberg, 유진투자증권

에브비(엘러간) 미용의료 사업부 연매출 추이



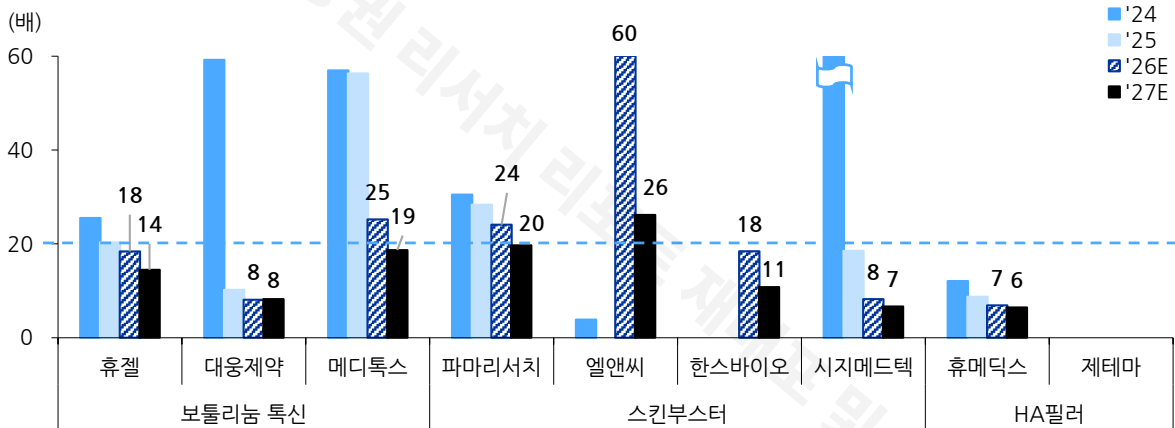
주: 에브비의 사업부 분류상 치료용 보톡스는 미용 사업부가 아닌 신경과 학 부문으로 분류됨, 비중은 2025년 기준; 자료: 에브비, 유진투자증권

갈더마, 에볼루스의 미용의료 사업부 연매출 추이



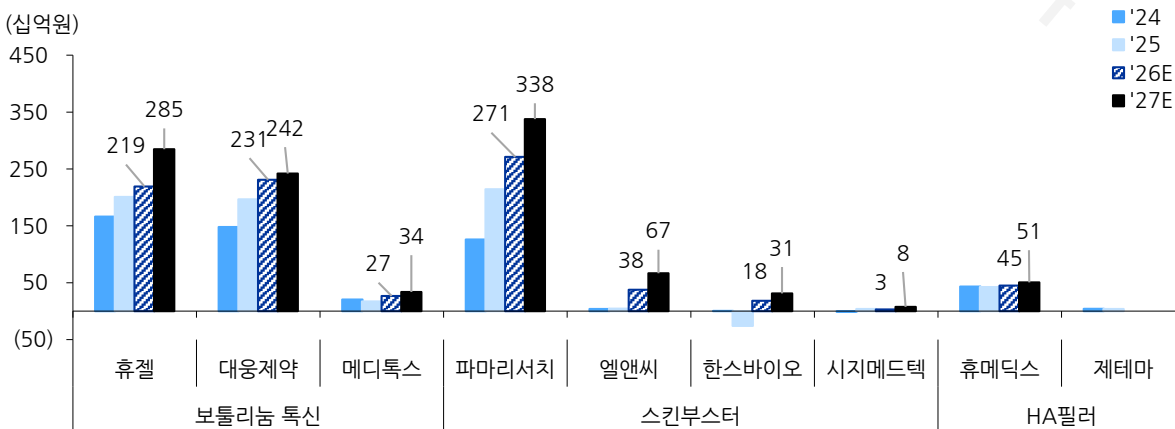
주: 매출 비중은 2025년 기준
자료: 각 사, 유진투자증권

국내 미용의료 주사제 기업들의 PER 추이(2024~2027E)



주: Fnguide 컨센서스 기준; 2026.08.31 종가 기준
자료: Quantwise, 유진투자증권

국내 미용의료 주사제 기업들의 연간 영업이익 추이 및 전망(2024~2027E)



주: Fnguide 컨센서스 기준; 2026.08.31 종가 기준
자료: Quantwise, 유진투자증권

II. [톡신] From Botox to K-tox

1. 글로벌화된 K-톡신, 점유율을 이익으로 전환할 시점

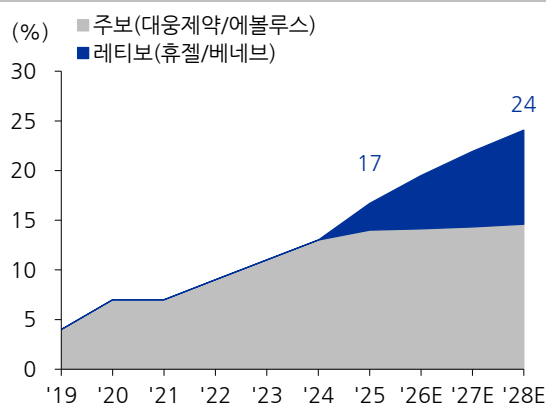
미국 외 지역에서
안정적 수익 창출하
는 가운데, 미국
성과가 중장기 성장
성을 좌우할 전망

국내 톡신 3사의 중장기 성장성은 미국 상업화 방식에 따라 달라질 것으로 전망한다. 현재까지 미국에서 승인을 받은 2개의 국내 생산 제품은 2028년까지 합산 약 24%의 점유율을 확보할 것으로 예상된다(대웅제약/에볼루스 15%, 휴젤 9%). 미국은 글로벌 미용 톡신 시장의 절반을 차지하고 국내보다 제품 공급가격이 약 3배 이상 높은 핵심 시장이다. 2025년을 기준으로 대웅제약의 주보와 휴젤의 레티보는 각각 미국 미용 톡신 점유율 14%, 3%를 기록함으로써 합리적 가격대에서 제품력과 상업성을 입증했다고 판단한다. 미국 외 지역의 수출 확대가 안정적인 실적 기반으로 작용하는 가운데, 세계 최대 톡신 시장인 미국에서의 성과는 기업별 중장기 성장성과 수익화 역량을 결정할 핵심 변수이다. 이에 따라 앞으로는 확대된 점유율을 이익으로 연결시키는 역량이 중요해질 전망이다.

미국 내 실적 가시
성, 사업 확장성을
확인할 가능성이
높은 것은 휴젤
이라고 판단

국내 3사 중에서는 2026년 하반기부터 직접판매를 개시한 휴젤이 미국 실적 가시성과 포트폴리오 확장성이 가장 높은 것으로 판단한다. 파트너 판매는 빠른 시장 침투에 유리한 반면, 직판은 유통마진과 고객 데이터, 의료진 네트워크를 내재화할 수 있다. 반복 주문과 계정 확대를 후속 제품의 교차판매로 연결하는 기업이 미국 시장의 높은 판가를 매출과 이익으로 가장 크게 흡수할 것으로 예상된다. 이에 따라 앞으로 기업별 차이는 미국 진입 여부 자체보다는 점유율을 이익으로 전환하는 방식에서 벌어질 전망이다.

미국 톡신 시장 주보, 레티보 점유율 추이 및 전망



주: 미용 톡신 시장 물량 기준

자료: 에볼루스, 휴젤, 유진투자증권 추정

대웅제약, 휴젤의 미국 톡신 시장 진출 방식 비교

구분	대웅제약 (제품명 주보®)	휴젤 (제품명 레티보®)
상업화 방식	파트너사 에볼루스가 현지 인허가 및 유통 판매 담당	출시 초기 파트너사 베네브 활용 → 직판 병행
FDA 승인일, 출시일	2019.02 승인, 2019.05 출시	2024.02 승인, 2025.03 정식 상업화
상업화 전략	소비자 중심(B2C): 파트너사 가밀레니얼 세대 타겟, 공격적 대중 마케팅 진행	의료진 중심(B2B): 부대 비용 최소화하고 의료진에 직접 현금 할인 제공
장점	초기 투자/영업비 부담 X, 파트너사의 집중 투자	유통마진 내재화, 네트워크/브랜드 직접 구축
단점	판매이익 일부 공유, 영업망/브랜드 자산 직접 확보 제한	초기 투자 부담, 시장 안착 및 업황 변화에 대한 리스크

자료: 유진투자증권

2. 미국 특신 수요는 메드스파와 함께 확장

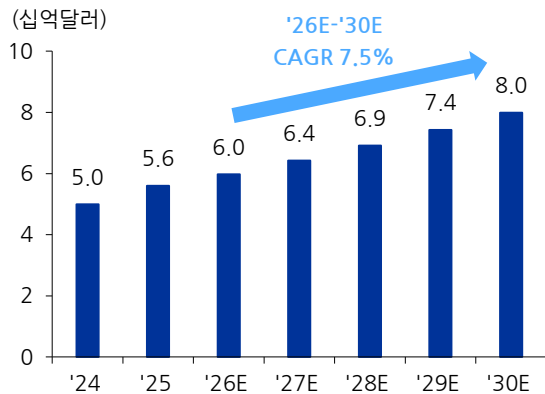
글로벌 미용 특신
시장 '25 \$5B →
'30E \$8B 로 성장
전망, 이 중 미국은
과반을 차지

보툴리눔 특신(이하 특신)은 미용의료 시장에서 가장 보편적으로 제공되는 시술로서, 미용의료 시술에 대한 접근성이 높아질수록 특신 시장이 견조한 성장을 지속할 것으로 예상된다. 글로벌 미용 특신 시장 규모는 2026E 60 억 달러에서 2030E 80 억 달러로 성장할 전망이다. 미국 시장은 대략 과반을 차지하며 이는 국내 시장의 약 6 배 이상으로 추정된다.

특신은 빠르고 직관
적인 효과, 높은 반
복성을 기반으로 글
로벌 미용의료 시장
개화에 기여

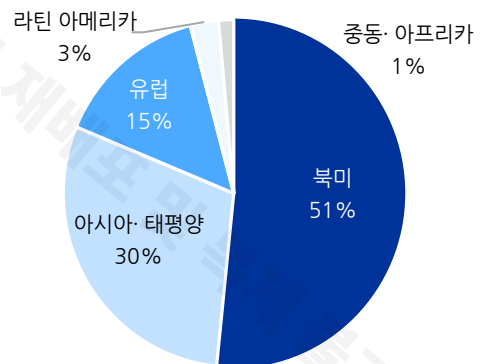
특신은 소비자가 미용의료 시술에 처음 진입하기에 적합한 특성을 보유하고 있다. 시술 시간 및 효과 발현까지의 기간이 짧으며, 주름 완화라는 효과를 소비자가 직관적으로 이해하기 쉽다. 또한 효과가 통상 3~4 개월 정도 지속되어 시술 결과에 대한 부담도 상대적으로 낮다. 이에 특신은 필러, 에너지 기반 장비 등 다른 시술에 앞서 선택되는 대표적인 입문 시술로 자리 잡았다.

글로벌 미용 특신 시장 규모 및 전망



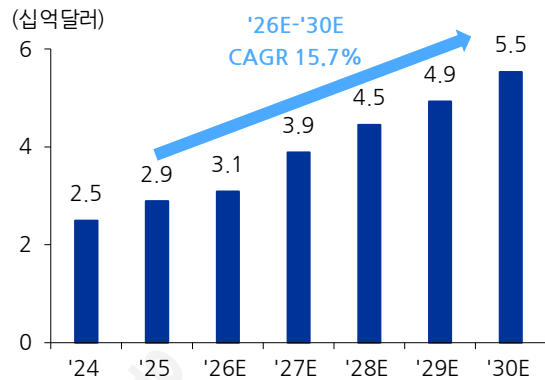
자료: Fortune Business Insights, 유진투자증권

글로벌 미용 특신 시장 지역별 점유율(2025)



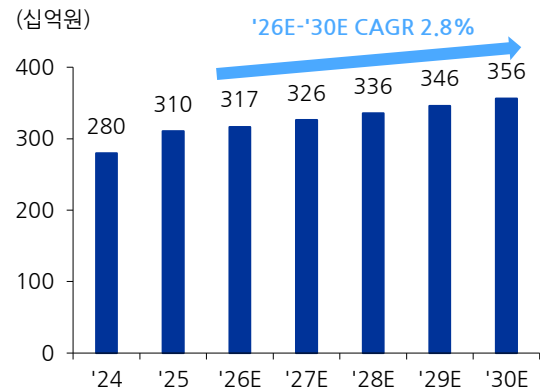
자료: Fortune Business Insights, 유진투자증권

북미 미용 독신 시장 규모 및 전망



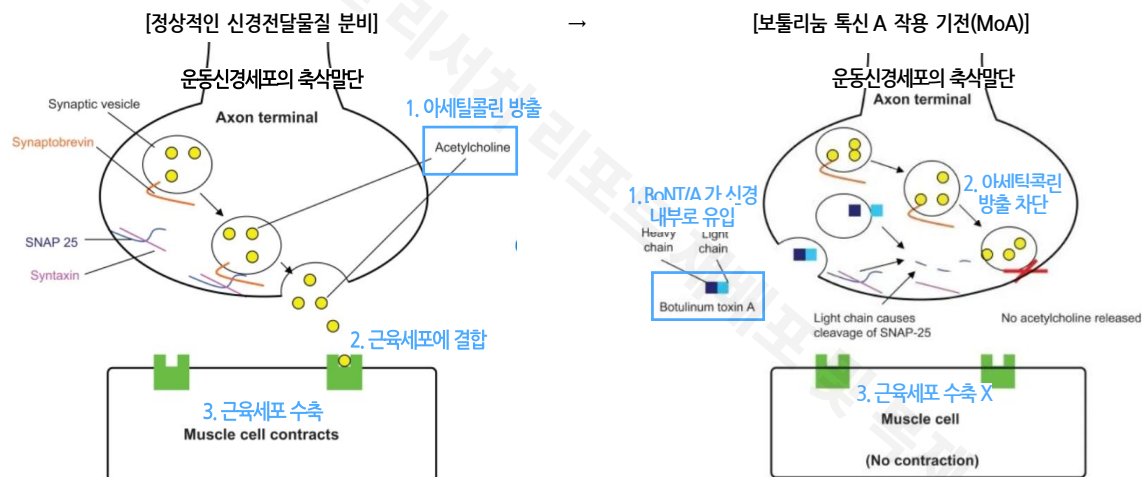
자료: Fortune Business Insights, 유진투자증권

국내 독신 시장 규모 및 전망



주: 국산 제품은 메디톡스, 휴젤, 대웅제약, 휴메딕스, 제테마 매출액 합산, 수입 제품은 수입액 합산; 자료: 각 사, 식약처, 유진투자증권 추정

보툴리눔 독신의 작용 기전: 아세틸콜린(신경전달물질) 방출 차단 → 근육 수축 억제 → 주름 개선



자료: Tremaine, Anne & McCullough, Jerry. (2010), 유진투자증권

미용의료 시술 주요 카테고리별 평균 가격

	카테고리	대표 브랜드(기업명)	1 회 시술 평균 가격
주사제	보툴리눔 독신	보톡스 코스메틱(에브비)	\$596
	HA 필러	쥬베덤(에브비)	\$877
	HA 스킨부스터	스킨바이브(에브비)	\$662
	PLLA 바이오스틸물레이터	스컬트라(갈더마)	\$1,716
	CaHA 바이오스틸물레이터	레디어스(멜츠)	\$1,339
	인체 유래 지방	레누바(MTF 바이오)	\$2,983
EBD	HIFU(고강도 집속 초음파)	울쎃라피(멜츠)	\$2,609
	단극성 RF(고주파)	써마지(솔터메디칼)	\$3,188

주: 시술 가격은 시술 목적 및 부위에 따라 상이하며, 위 데이터는 Realself 커뮤니티에 등록된 평균 가격 기준

자료: Realself, 유진투자증권

미국 메드스파가
이끈 미용 시술의
소비재화

미국에서는 미용의료 수요가 확대되면서 소비자가 일상적으로 접근하기 쉬운 메드스파 채널이 2010년 1.6천개에서 2023년 1만개 이상으로 빠르게 확산되었다. 메드스파(Medspa)는 의료진이 비수술 미용시술을 제공하는 에스테틱 채널로서, 한국의 미용 시술 전문 일반의원(ex. 아비쥬의원)과 유사한 개념이다. 메드스파는 통상 미용의료 시술을 피부과/성형외과 전문의원 대비 낮은 가격에 제공하며, 지리적 접근성이 높아 방문이 편리하다. 이에 성형외과/피부과 방문에 대한 심리적 부담을 낮추면서 기존 전문의 채널에 방문하지 않던 소비자까지 미용의료 시장으로 유입시키고 있다.

미국 메드스파 체인 LaserAway의 외부 인테리어



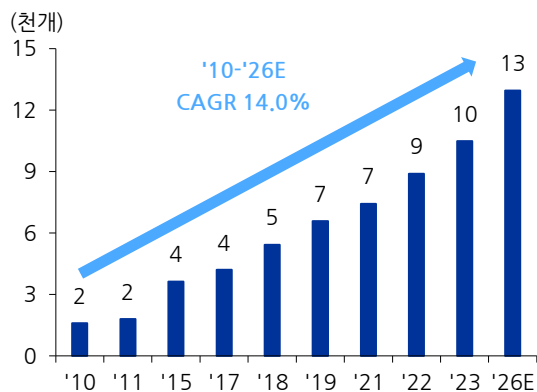
자료: LaserAway, 유진투자증권

미국 메드스파 체인 Skinspirit 내부 시술실



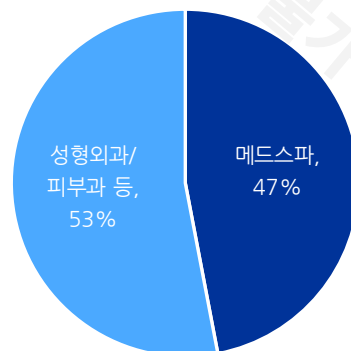
자료: Skinspirit, 유진투자증권

미국 메드스파 지점 수 추이 및 전망



자료: Amspa, 유진투자증권

글로벌 미용의료 주사제 시장 채널별 점유율(2024)

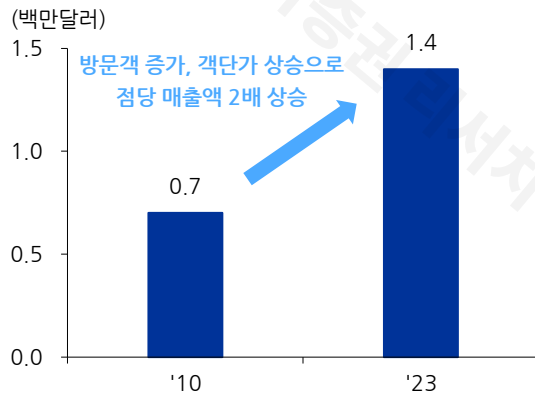


자료: Grand View Research, 유진투자증권

미용의료 대중화는 톡신의 소비자 접점 을 동반 확대

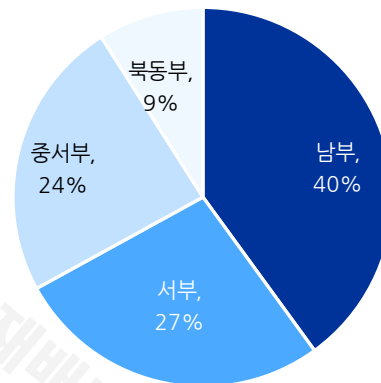
톡신은 미국 메드스파의 91%가 제공하는 시술로, 미용의료 채널과 소비자 저변이 확대될수록 수요가 함께 증가할 가능성이 높다. 메드스파는 고객 유입과 객단가 확대를 위해 다양한 주사제, 레이저 시술, 에너지 기반 장비(EBD), GLP-1 주사 등으로 서비스 범위를 넓히고 있지만, 톡신은 높은 인지도와 상대적으로 낮은 가격, 짧은 시술 시간과 일시적인 효과를 기반으로 대부분의 계정이 기본적으로 도입하고 있다. 이에 톡신 시술 의향이 있던 잠재적 소비자에게 접근성이 높아질 뿐 아니라 다른 서비스를 이용하는 소비자에게도 노출이 증가한다. 따라서 미용의료 시술의 대중화와 함께 톡신의 소비자 및 시술 계정 기반도 지속적으로 넓어질 전망이다.

미국 메드스파 점당 매출액



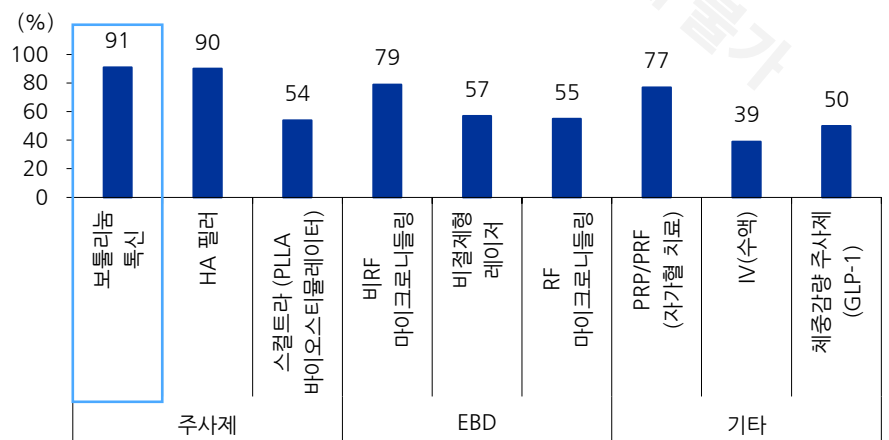
자료: Amspa, 유진투자증권

미국 메드스파 지역별 분포 현황(2023)



자료: Amspa, 유진투자증권

메드스파의 시술 카테고리별 제공 비중(2024)



자료: AmSpa(2025), 유진투자증권

3. 미용의료 네트워크의 기반이 되는 특신

특신의 높은 병의원
침투율과 반복
주문을 통해 넓은
의료진 네트워크
구축 가능

특신은 미용의료 기업이 가장 넓은 병의원 네트워크를 구축할 수 있도록 하는 카테고리이다. 미용 주사제 가운데 시술 건수와 매출 규모가 가장 크고, 주요 국가에서 평균 60% 이상의 미용의료 병의원이 특신을 취급한다. 미국에서도 성형외과·피부과·메드스파 모두에서 가장 많이 이루어지는 시술이 특신이다. 따라서 포트폴리오에 특신을 보유한 기업은 특정 채널에 국한되지 않고 폭넓은 병의원 거래처에 접근할 수 있어 신규 계정을 확보하는 데 유리하다. 또한 반복적인 재주문 구조로 인해, 확보한 병의원 네트워크를 지속적으로 유지할 수 있다. 특신은 소비자가 통상 3~4 개월마다 반복 시술하기 때문에 병의원 역시 제품을 주기적으로 주문한다. 이에 제조·판매사는 의료진과 지속적인 거래 관계를 유지하고, 거래처별 수요와 선호를 파악해 주문량을 관리할 수 있다. 단순히 반복 매출을 창출하는 것을 넘어 장기적인 병의원 관계를 구축하는 기반이 되는 것이다.

특신이 있을 때
극대화되는
포트폴리오 효과

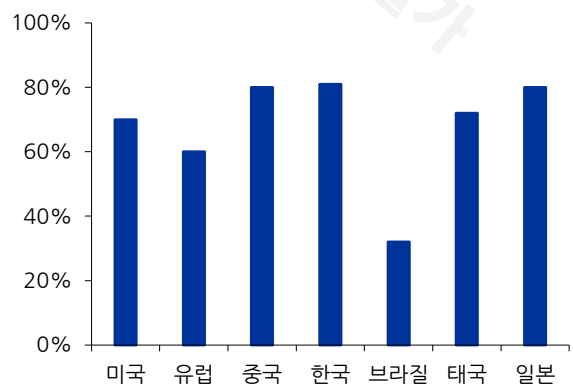
특신을 통해 확보한 네트워크는 다른 미용의료 제품의 판매 효율을 높이는 기반으로 활용된다. 기존 거래 병의원과 의료진을 대상으로 필러·스킨부스터·에너지 기반 장비 등 신규 제품을 추가로 판매할 수 있기 때문이다. 이러한 구조는 글로벌 미용의료 기업들이 특신을 중심으로 필러, 스킨부스터 제품을 함께 판매하는 것에서도 확인된다. 넓은 채널 커버리지와 반복 주문을 동시에 갖춘 특신은 미용의료 기업이 병의원 네트워크를 확보·유지하고 포트폴리오를 확장하는 핵심 제품이다.

미국 시장 채널별 시술 점유율 Top 2(건수 기준)

	Top 1	Top 2
성형외과	보툴리눔 특신	필러
피부과	보툴리눔 특신	필러
메드스파	보툴리눔 특신	필러

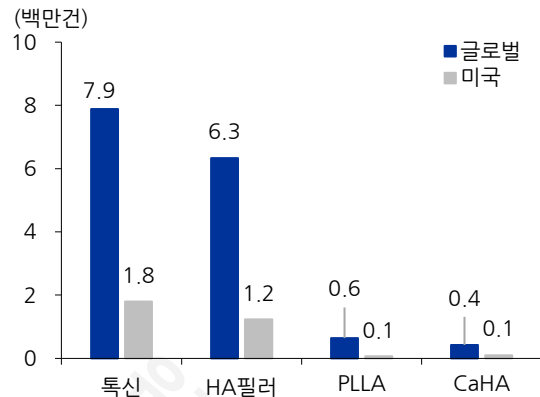
자료: BCG Aesthetic Research(2023), 에볼루스, 유진투자증권

주요 국가들 내 특신의 병의원 침투율



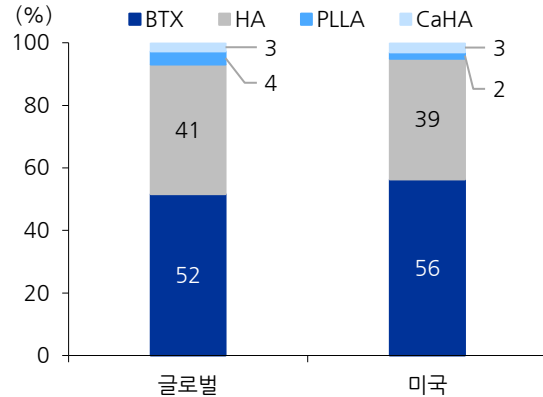
자료: Bain&Company, 클래스스, 유진투자증권

글로벌, 미국 미용의료 주사제 시술 건수(2024)



자료: ISAPS, 유진투자증권

글로벌, 미국 미용의료 주사제 시술 비중(2024)



자료: ISAPS, 유진투자증권

에브리(엘러간)의 미용의료 주사제 포트폴리오

카테고리/구성분	제품명	FDA 승인연도	2025년 매출액	원개발사	적응증 및 특징
보툴리눔 톡신	보톡스(BOTOX®)	2002 (미용적응증)	\$2.6B (-4%yoy)	Oculinum (1991년 인수)	주름 개선용 (미간주름, 눈가주름, 이마주름, 목주름)
	TrenibotE	2025.04 FDA 승인 신청 → 2026 CRL 수령	-	자체 개발	E형, 단기 지속형 보툴리눔 톡신
HA 필러	주베덤 (JUVEDERM®)	2006	\$0.9B (-16%yoy)	Inamed, Corneal (각 2006년, 2007년 인수)	주름 개선, 볼륨 감소 개선
HA 스킨부스터	스킨바이브 (SKINVIVE™)	2023	기타 \$1.3B (-1%yoy)	주베덤 기술 기반으로 자체 개발	피부 수분, 매끄러움 개선
HA+CaHA 필러	하모니카 (HAMONYCA™)	X (유럽 등 승인)		Luminera (2020년 인수)	즉각적인 볼륨/리프팅 효과(HA) +콜라겐 생성을 유도(CaHA)
데옥시콜산	키벨라 (KYBELLA®)	2015		Kythera (2015년 인수, \$2.1B)	턱 및 지방으로 인한 볼록함 개선

주: 2020년 5월 에브리는 엘러간을 \$63B(지분가치)에 인수 완료

자료: 에브리, 유진투자증권

갈더마의 미용의료 주사제 포트폴리오

카테고리/구성분	제품명	FDA 승인연도	2025년 매출액	원개발사	적응증 및 특징
보툴리눔 톡신	디스포트 (DYSPORT®)	2009	\$1.5B (+14%yoy)	입센 (2007년 판권 도입)	미간 주름 개선. 시술 후 2-3일 내 효과 발현, 넓게 퍼지는 성질이 있어 넓은 부위에 효과 유도
	Relabotulinum toxinA	2026.02 FDA 신청 접수 → CRL 수령		자체 개발	액상형으로 오염 및 용량 오류를 방지 이르면 1일 내 효과 발현되며 최대 6개월 간 지속
HA 필러	레스티렌 (RESTYLANE®)	2003	톡신 외 \$1.1B (+8%yoy)	Q-Med (2011년 인수, \$1.2B)	글로벌 최초의 HA 필러 브랜드 시술 부위별 다양한 라인업 보유
PLLA 필러/ 스킨부스터	스컬트라 (SCULPTRA™)	2009		Dermik (2011년 인수, \$420M)	콜라겐 생성을 촉진하여 안면 주름, 볼 꺼짐 및 피부 개선

자료: 갈더마, 유진투자증권

에볼루스의 미용의료 주사제 포트폴리오

카테고리/구성분	제품명	FDA 승인연도	2025년 매출액	원개발사	적응증 및 특징
보툴리눔 톡신	주보 (JEUVEAU®)	2019	\$273M	대웅제약 (2013년 판권 도입, \$16M)	미간 주름 개선. 미국 최초의 미용 전용 톡신
HA 필러	에볼리제 (EVOLYSSE®)	2025	\$23M	Symatase (2023년 판권 도입, \$17.8M)	동적 안면 주름 교정. Cold-X™ 저온 제조기술로 HA의 자연적 구조 보존을 표방

자료: 에볼루스, 유진투자증권

4. 여전히 높은 미국의 진입장벽, 후발 제품 성장 여력은 충분

FDA 승인된 미용
톡신은 6 개로
여전히 시장 진입
장벽이 높음

미국 톡신 시장은 신규 제품이 빠르게 출시되기 어려워, 후발 제품들이 가격대, 제형 등의 차별화를 기반으로 점유율을 확대할 수 있다. 현재 FDA 미용 적응증 승인을 받아 상업화된 톡신은 6 개에 불과하다. 보툴리눔 톡신은 대규모 임상뿐 아니라 CMC 와 생산시설 심사를 거쳐야 하며, 승인 이후에도 의료진 교육과 영업망 구축, 소비자 인지도 확보가 필요하다. 현재 FDA 승인 절차를 진행 중인 파이프라인 2 개, 임상 후기/FDA 승인 신청 단계의 파이프라인 2 개가 있으나 실제 시장 진입 및 점유율 확보는 점진적으로 진행될 가능성이 높다.

FDA 승인 미용 보툴리눔 톡신 제품별 특징 비교

항목	보톡스 코스메틱 Botox Cosmetic®	디스포트 Dysport®	제오민 Xeomin®	주보 Jeuveau®	덱사파이 Daxify®	레티보 Letybo®
판매사/제조사	애브비(엘라간)	갈더마(입센)	멀츠	에볼루스대웅제약	레반스	휴겔
FDA 승인 연도 (미용 적응증 기준)	2002	2009	2011	2019	2022	2024
활성 독소(성분명)	오나보툴리눔톡신 A	아보보툴리눔톡신 A	인코보툴리눔톡신 A	프라보툴리눔톡신 A	닥시보툴리눔톡신 A	레티보툴리눔톡신 A
보조 단백질 유무	O	O	X(순수 독소)	O	펩타이드 안정제	O
일반적 효과 발현 시기 (Onset)	3-5일	2-4일	3-5일	3-5일	3-4일	3-5일
일반적 지속 기간 (Duration)	3-4개월	3-4개월	3-4개월	3-4개월	4-6개월 (2-2.5배 용량일 때)	3-4개월
Botox 대비 용량 환산 비율*	1:1	2.5-3:1 (역가 단위 다름)	1:1	1:1	명확히 확립되지 않음	1:1
FDA 승인 미용 적응증	미간 주름, 눈가 주름, 이마 주름, 광경근 밴드	미간 주름	미간 주름	미간 주름	미간 주름	미간 주름
추정 ASP**	\$614(100U)	\$506(300U)	\$499(100U)	\$379~\$549(100U)	\$289(100U)	~\$430(100U)
핵심 차별점	브랜드 로열티, 최다 적응증	빠른 발현, 넓은 확산(large diffusion)	내성 우려 X	BOTOX 유사성, 합리적 가격, 디지털 마케팅	장기지속형 펩타이드, 연 2 회	글로벌 트랙레코드, 합리적 가격

주 1: 보톡스 대비 용량 환산 비율(Conversion Ratio)은 보톡스 1 유닛과 유사한 임상 효과를 내기 위해 필요한 임상적 용량의 비율

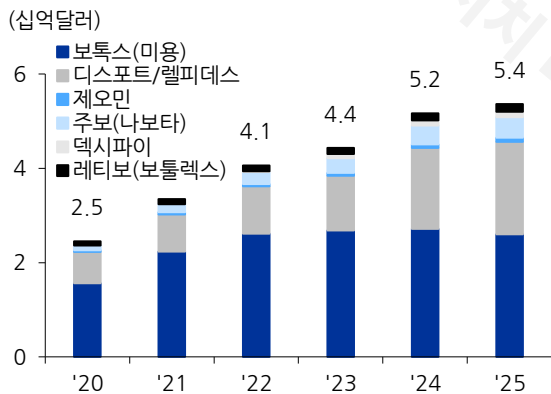
주 2: 치료용 적응증을 보유한 제품 4 개는 미국 CMS 의 메디케어 B 약제 지급상한액 자료(2026.07) 기준으로 추정한 가격; 주보는 회사 자료; 레티보는 보톡스의 70~80% 가격으로 판매된다는 점을 반영

자료: Aesthetic-Training.com, CMS, 각 사, 유진투자증권

FDA 승인 이후
성공적 상업화를
위해서는 의료진 및
소비자 채택 유인을
입증해야 됨

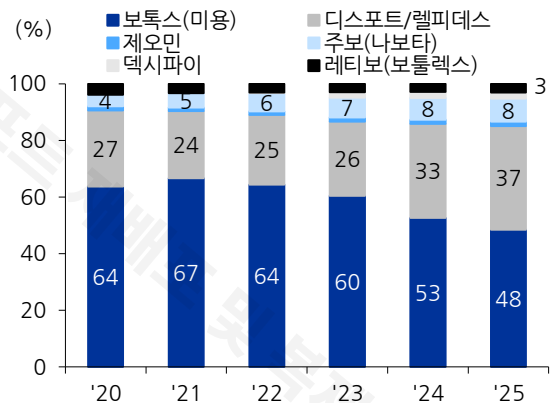
후발 특신의 성장 기회는 기존 제품이 충분히 충족시키지 못한 가치를 공략하는 데 있다. 2000년대~2010년대 초 미국에 출시된 보툴리눔 특신 제품 보톡스, 디스포트, 제오민은 오랜 사용 경험과 브랜드를 기반으로 기존 시장을 형성하고 있어, 후발 제품이 유사한 포지셔닝으로 점유율을 확보하기 쉽지 않다. 이에 2019년 FDA 승인을 받은 주보(에볼루스/대웅제약)는 미용 적응증만을 보유한 최초의 특신 제품으로 소비자들에게 할인을 제공함으로써 밀레니얼 세대를 공략했다. 2022년 승인을 받은 텍시파이는 장기지속 효과를 기반으로 보톡스와 직접 경쟁하고자 하는 목표를 가지고 새로운 프리미엄 수요를 공략했다. 다만 모든 제품들이 상업적인 성공을 거둔 것으로 평가되지는 않는데, 이는 제품의 임상적 차별성 자체보다 소비자의 지불의사, 의료진의 제품 도입 유인이 확실한지가 점유율 확대를 좌우한다는 점을 시사한다.

FDA 승인 특신 제품들의 글로벌 매출액 추이



주: 디스포트는 갈더마 판매액 기준; 갈더마의 액상형 특신 렐피데스는 FDA 미승인 제품이나 제품별 매출액은 공시되지 않음; 주보(나보타)는 대웅제약 및 에볼루스 매출액 합산
자료: 각 사, 유진투자증권

FDA 승인 특신 글로벌 점유율 추이(매출액 기준)



주: 디스포트는 갈더마 판매액 기준; 갈더마의 액상형 특신 렐피데스는 FDA 미승인 제품이나 제품별 매출액은 공시되지 않음; 주보(나보타)는 대웅제약 및 에볼루스 매출액 합산
자료: 각 사, 유진투자증권

후발 제품 Case 1: 차별성을 채택 유인으로 연결하지 못한 텍시파이

레반스의 텍시파이:
프리미엄을 정당화
하기에는 부족했던
차별성

레반스의 텍시파이(Daxxify)는 장기지속이라는 임상적 차별성을 확보했지만, 이를 충분한 제품 전환 유인으로 연결하지 못했다. 2022년 미국의 다섯 번째 미용 특신으로 승인된 텍시파이는 임상에서 주름 개선 효과가 약 6개월 간 지속되는 효과를 최초로 확인하며 가장 고가의 제품인 보톡스보다 높은 가격대에 출시됐다. 그러나 장기지속 효과에 대한 소비자의 지불 의사가 당초 기대에 미치지 못했다. 보톡스와 시술 용량 및 프로토콜이 다르다는 점도 의료진이 텍시파이를 도입하게 하는 데에 부담으로 작용했다. 이에 따라 레반스는 출시 1년 만인 2023년 9월에 보톡스와 경쟁이 가능한 수준으로 가격을 하향 조정했다. 프리미엄 제품이 가격을 인하함으로써 가격 결정력에 대한 신뢰가 낮아졌으며, 당초 제시했던 상업화 전략에 대한 시장의 의구심 또한 커지면서 가격 인하 이후로도 점유율이 유의미하게 확대되지는 못한 것으로 파악된다. 레반스는 텍시파이 출시 3년 차인 2024년 2월 연간 매출액 가이드를 3억 달러로 제시한 바 있으며 실제로는 2.5억 달러 미만을 달성한 것으로 추정된다.

기대에 미치지 못하
는 상업적 성과로
레반스 시가총액은
32억 달러 고점 이
후 3.8억 달러에
인수됨

레반스가 텍시파이를 상업화한 이후 레반스의 시가총액은 2023년 5월 32억 달러까지 상승했다. 그러나 텍시파이의 상업적 성과가 기대에 미치지 못하면서 기업가치가 빠르게 하락했고, 2025년 2월에 고점 대비 12% 수준인 약 3.8억 달러 규모로 크라운랩(비상장)에 인수됐다. 이는 임상적 차별성이 존재하더라도 소비자와 의료진이 체감할 수 있는 가치와 적절한 가격, 기존 제품에서 전환할 유인이 뒷받침되지 않으면 상업적 성과로 연결되기 어렵다는 점을 시사한다.

레반스(NASDAQ:RVNC) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



주: 2024년 실적은 추정치, 2025년 실적은 레반스가 2024년 11월 인수 과정에서 제시한 매출 전망

자료: 레반스, 유진투자증권

후발 제품 Case 2: 명확한 타겟과 채택 유인으로 MS 14% 확보한 주보

대웅제약/에볼루스의 주보: 최초의 미용 only 특신. 밀레니얼 세대를 타겟

에볼루스는 합리적 가격의 특신이라는 포지셔닝을 바탕으로 보툴리눔 특신 제품 주보(Jeuveau)를 2019 년 미국에 출시한 이후 2025 년 말 14%의 시장 점유율을 확보했다. 최초의 미용 전용 특신이라는 특성을 활용해 치료용 시장의 가격/보험 체계와 분리된 가격 정책을 운용했으며, 주요 고객층이 중년에서 젊은 세대로 확장되는 흐름에 맞춰 밀레니얼 세대를 집중 공략했다. 에볼루스는 Evolus Rewards 프로그램을 통해 소비자에게 90 일마다 주보 시술 할인 혜택을 제공하고, 시술 시기가 도래하면 기존 클리닉을 다시 방문하도록 안내했다. 이를 통해 소비자의 초기 가격 부담을 낮추는 동시에 클리닉에는 신규 고객 유입과 반복 방문이라는 제품 도입 유인을 제공했다.

미국 특신 시장 내 중간 가격대 수요를 확인, 2026E 주보 매출액 2.9 억 달러 전망

주보의 성과는 적절한 포지셔닝과 판매전략을 통해 후발 제품도 의미 있는 점유율을 확보할 수 있음을 보여준다. 기존 프리미엄 중심의 특신 시장에 중간 가격대 수요가 존재한다는 것을 확인했다는 점에서도 의의가 있다. 주보는 2026 년 상반기 기준 3 만여개의 미국 미용 클리닉 중 60% 이상에 납품하고 있으며 2026 년 주보의 매출액은 2.9 억 달러를 기록할 전망이다.

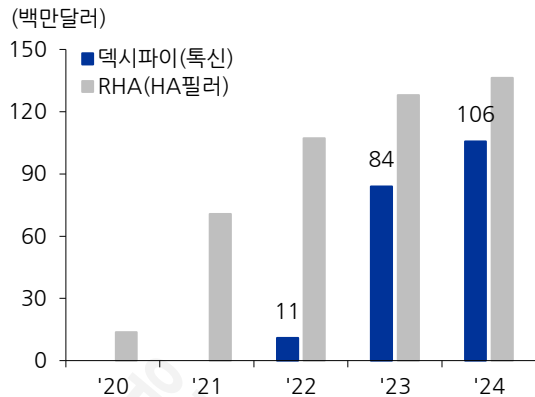
에볼루스(NASDAQ:EOLS) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스

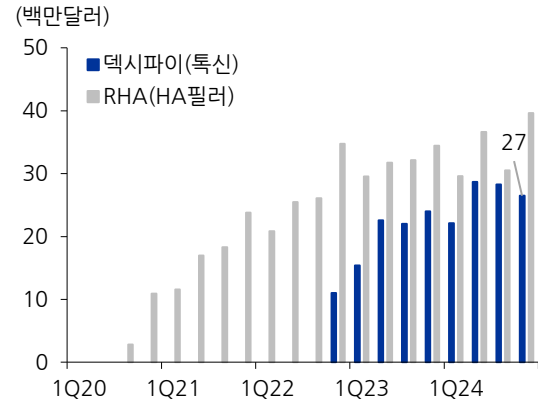
자료: 에볼루스, Bloomberg, 유진투자증권

레반스의 미용 포트폴리오 제품별 연간 매출액 추이



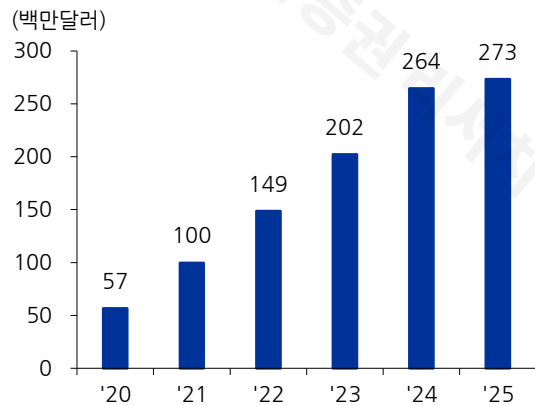
주: 레반스는 2024년 크라운랩에 인수됨; 자료: 레반스, 유진투자증권

레반스의 미용 포트폴리오 제품별 분기 매출액 추이



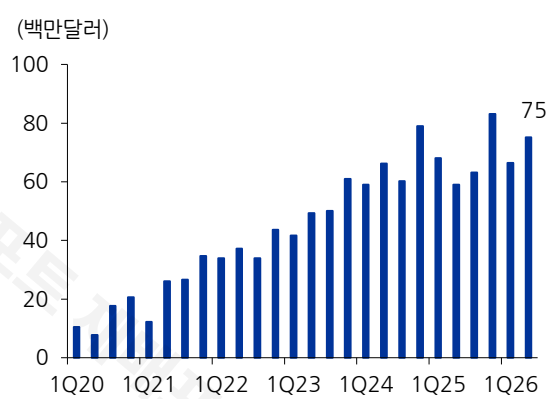
주: 레반스는 2024년 크라운랩에 인수됨; 자료: 레반스, 유진투자증권

대웅제약/에볼루스 주보 연간 매출액 추이



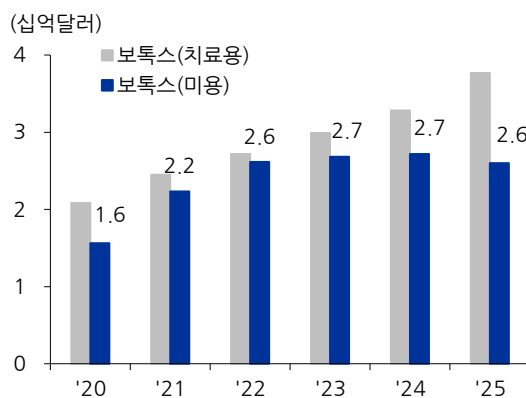
자료: 에볼루스, 유진투자증권

대웅제약/에볼루스 주보 분기 매출액 추이



자료: 에볼루스, 유진투자증권

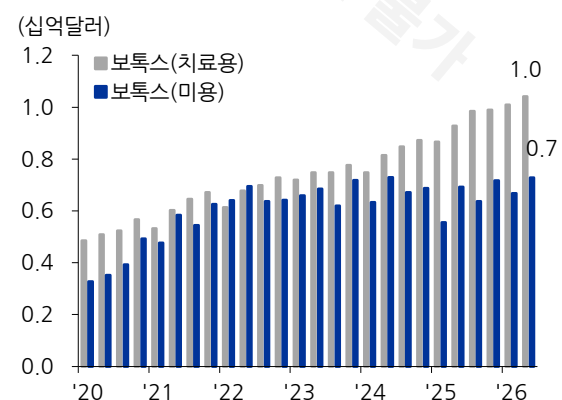
애브비의 보톡스 연간 매출액 추이



주: 2020년은 코로나 영향으로 전년대비 매출 감소

자료: 애브비, 유진투자증권

애브비의 보톡스 분기 매출액 추이



주: 2020년은 코로나 영향으로 전년대비 매출 감소

자료: 애브비, 유진투자증권

가격대/제형 다변화로 후발 제품의 성장 기회 확대

중간 가격대에서 확인된 후발 제품의 성장 경로

현재까지 확인된 사례를 기준으로 미국 독신 시장에서 후발 제품의 성장성이 가장 명확하게 나타난 영역은 중간 가격대 시장이다. 레반스의 텍시파이는 장기지속 효과를 근거로 프리미엄 포지셔닝을 공략했지만 추가 비용과 의료진의 사용 부담을 상쇄할 만큼 충분한 채택 유인을 형성하지 못했다. 에볼루스/대웅제약의 주보는 명확한 소비자 타겟을 대상으로 합리적인 가격에 시술을 제공함으로써 시장점유율을 14%까지 확대했다. 가장 최근에 출시된 휴젤의 레티보(2025년 출시) 또한 중간 가격대로 포지셔닝하되, 소비자 대상 마케팅보다는 의료진에게 우호적인 조건으로 제품을 제공함으로써 도입 기관을 확대하는 전략을 취하고 있다. 주보가 소비자에게 할인을 제공하는 방식이었다면 레티보는 의료진에게 할인된 가격으로 납품하는 방식이다.

신규 제품은 기존 수요 대체보다 시장 세분화에 기여할 전망

FDA 허가신청서(BLA) 제출을 완료한 애브비의 TrenibotE와 갈더마의 렐피데스는 FDA 승인을 받은 독신 제품들과 다른 수요를 공략하며 시장을 세분화할 전망이다. TrenibotE는 효과가 시술 당일부터 발현되고 지속기간이 2~3주에 불과해 독신 시술 부작용 등에 우려를 갖던 신규 소비자의 진입 장벽을 낮출 것으로 예상된다. 통상 시술 후 2-5일 후에 효과가 발현되어 3-4개월 간 지속되는 기존 제품들을 대체하기보다는 신규 소비자를 유입시키는 역할이 예상된다. 애브비는 궁극적으로 TrenibotE 소비자를 보톡스 소비자로 전환시키는 것을 목표로 하고 있다. 갈더마의 렐피데스는 액상형 독신으로 2024년에 유럽에서 먼저 출시되었으며, FDA 승인 시 미국 최초의 액상형 제품으로 상업화될 예정이다. 다른 제품들은 가루 제형으로서 수화가 필요한 데 반해 별도의 희석 과정이 필요 없다는 편의성과 빠른 발현, 최대 6개월의 지속 효과를 바탕으로 프리미엄 수요를 공략할 전망이다. 다만 액상형의 편의성이 의료진의 시술 준비시간 단축과 용량 일관성, 클리닉 생산성 개선으로 이어지는지가 실제 채택을 좌우할 것이다.

글로벌 임상 후기 단계의 보툴리눔 독신 개발 현황

개발 단계	파이프라인명/제품명	개발사	특징	개발 현황 및 일정
FDA BLA 제출 완료	트레니보툴리눔독신 E (TrenibotE)	애브비 (엘러간)	빠른 효과 발현(수시간), 단기지속, 보톡스 대비 낮은 가격	■ 2025년 4월 FDA BLA 제출 ■ 2026년 4월 FDA 보완요구서(CRL) 수령
	렐라보툴리눔독신 A (렐피데스(Reltydess))	갈더마	액상형(ready-to-use), 빠른 효과 발현, 장기지속, 프리미엄 포지셔닝 예상	■ 2024년 말~2025년 초부터 유럽 출시 본격화 ■ 2023년 10월 FDA CRL 수령 → 2026년 2월 재제출 수리 ■ 2026년 7월 2번째 FDA CRL 수령
BLA 제출 준비	MT10109L (니보보툴리눔독신 A)	메디톡스	액상형, 높은 열안정성	■ 2021년 글로벌 임상 3상 완료 → 2023년 말 BLA 제출 ■ 2024년 2월 일부 자료 미비로 FDA로부터 BLA 제출 거절됨 ■ 2026년 내 FDA BLA 재접수 목표
임상 3상	Corabotase (PN10200)	입센	First-in-class 재조합 분자. 빠른 효과 발현, 장기지속형, 프리미엄 포지셔닝 예상	■ 2026년 2월 미간주름 글로벌 3상 2개(LAURITE 1,2) 개시 ■ 2026년 5월 미간주름 2상(LANTIC) 초기 데이터에서 빠른 발현, 6개월 지속 효과 가능성 확인 ■ 2027년 치료용 BoC 데이터 발표 계획

자료: 각 사, Clinicaltrials.gov, 유진투자증권

제품 다변화에도 경쟁 심화는 점진적으로 나타날 전망

신규 제품 개수가
점진적으로 늘어날
전망이나 가격 경쟁
으로 이어질 가능성
은 매우 낮음

미국 진출을 준비 중인 후기 임상 및 허가/상업화 준비 단계의 파이프라인은 4개에 이르지만, 이들이 단기간 내 시장에 진입하거나 전면적인 가격경쟁을 촉발할 가능성은 낮다고 판단한다. 국내는 22개 제품이 승인된 포화 시장인 반면, 미국은 FDA 승인 제품이 6개에 불과하고 허가부터 생산/판매까지 소요되는 비용도 높다. 또한 현재 미국에 상업화된 제품 중 대웅제약/에볼루스의 주보와 휴젤의 레티보를 제외한 제품들은 보험 적용이 가능한 치료용 적응증을 보유하고 있으며 프리미엄 제품으로 포지셔닝돼 있어, 직접적인 가격 인하는 수익성과 브랜드 이미지에 부담으로 작용할 수 있다. 이에 따라 향후 경쟁이 심화되더라도 표시가격을 직접 인하하기보다는 의료진 대상 물량 할인과 미용의로 제품 포트폴리오를 활용한 번들링 판매가 강화될 가능성이 높다. **결국 신규 제품이 출시되더라도 경쟁은 수요를 세분화하는 방향으로 전개될 전망이며, 현재 상업화된 후발 제품의 성장 여력이 단기간에 훼손될 가능성은 낮다고 판단한다.**

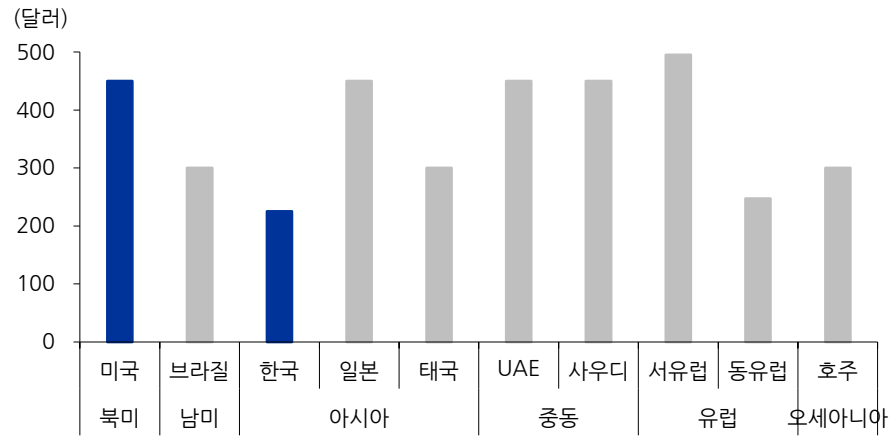
신규 제품의 시장
진입 시점은 FDA
보완 요구로 인해
지연되고 있음

FDA BLA 신청을 완료한 파이프라인들은 FDA의 생산시설 보완 요청으로 인해 허가 일정이 지연되고 있어 미국 독신 시장의 경쟁구도가 급변할 가능성은 낮다. 애브비의 TrenibotE와 갈더마의 렐피데스는 각각 2026년 4월과 7월 FDA로부터 보완요구서한(CRL)을 수령했다. 제조공정 및 생산시설(CMC)에 관한 보완이 필요한 사항으로 임상적 효능/안전성에는 문제가 없는 것으로 확인되었다. 또한 애브비, 갈더마는 이미 기존 독신 제품들을 포함한 미용의로 포트폴리오를 구축하고 있어 승인 이후 시장 침투에는 비교적 유리할 것으로 예상된다. 다만 아직 BLA 재제출 시점이 구체화되지 않았으므로 재심사까지 필요한 기간을 고려하면 당초 2026년 내에 출시하려던 목표는 지연될 가능성이 높다.

FDA 승인 신청 전
단계의 파이프라인
은 시장 진입까지
최소 2년 이상
소요 예상

FDA BLA 제출 준비 및 임상 3상 단계에 있는 메디톡스와 입센의 미국 진입 시점도 아직은 가시적으로 나타나지 않은 상황이다. 한국 메디톡스의 MT10109L은 갈더마의 렐피데스와 같은 액상형 독신이다. 2021년에 임상 3상을 완료했으나 2024년 초 FDA의 심사 접수 단계에서 BLA 제출이 거절된 이후 재제출을 준비하고 있다. 승인 이후에는 미국 법인 루반타스(Luvantas)를 통해 출시하여 미국에 직접 진출할 예정이다. 입센의 재조합 독신 코라보타제(Corabotase)는 지난 5월 미간주름 임상 2상 초기 데이터에서 빠른 효과 발현 및 6개월 간의 장기지속 가능성을 확인했다. 현재 글로벌 3상 2개를 진행 중이며 각각 2027년 7월, 2028년 10월에 최종 완료될 예정이다. 두 제품 모두 FDA 인허가 절차가 남아있으며 상업화 전략이 아직 구체화되지 않았다는 점에서 실제 시장 진입 시점은 보수적으로 볼 필요가 있다.

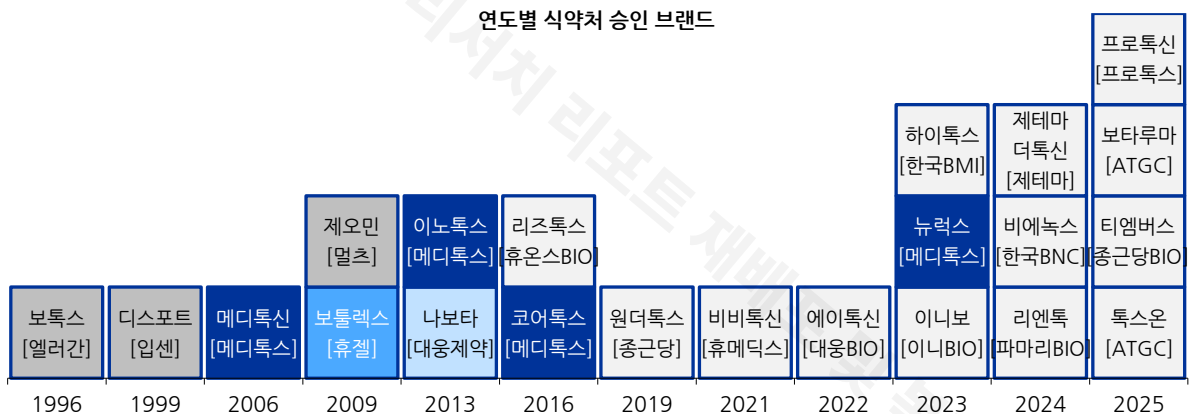
주요 국가별 미용 독신 시술 회당 평균 비용



주: 시술 가격은 채널, 사용 제품, 시술 부위, 용량 등에 따라 편차가 큼

자료: Cloudhospital(2025), 유진투자증권

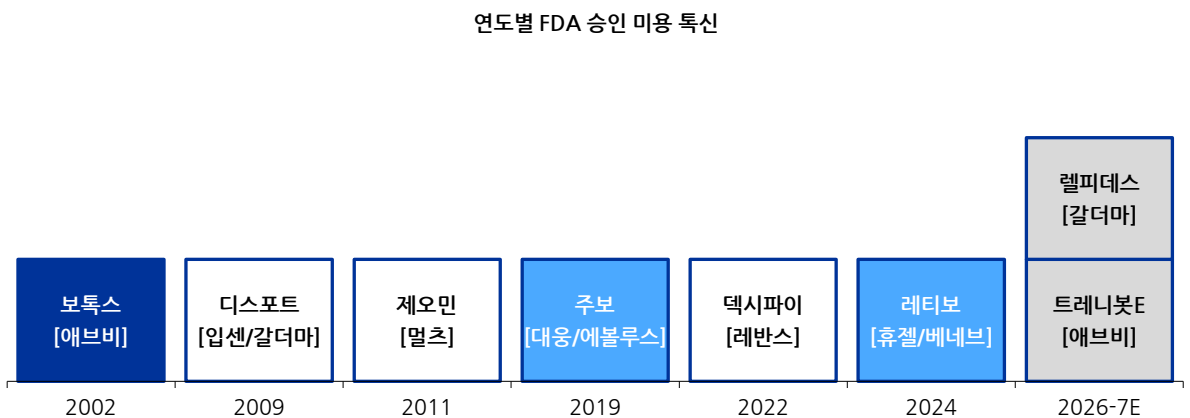
국내 식약처 승인받은 보툴리눔 독신 제품은 총 22 개



주: 제품명[개발사]; 진한 회색은 수입산; 동일 브랜드는 최초 승인 연도 기준

자료: 식약처, 유진투자증권

미국 FDA로부터 미용 적응증으로 승인받은 보툴리눔 독신 제품은 총 6 개



주: 제품명[개발사/파트너사]; 연도는 미용 적응증 승인일 기준, 회색은 아직 승인받지 않은 제품

자료: FDA, 유진투자증권

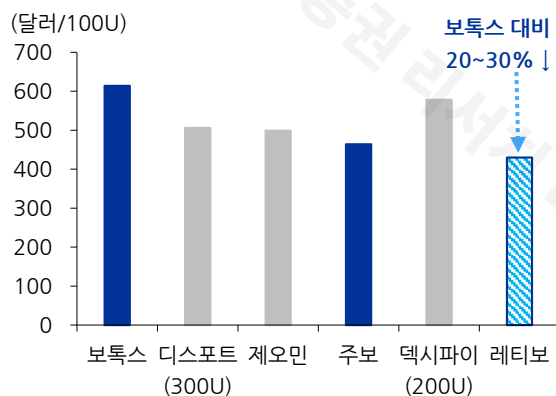
5. 글로벌 시장에서 확인되는 한국 특신의 구조적 경쟁력

국내 기업의 구조적 경쟁력은 낮은 원가율, 주요국 공급 경험에 있음

국내 기업들은 글로벌 시장에서 보톡스 대비 약 20~30% 낮은 가격에 공급함에도 GPM ~80%

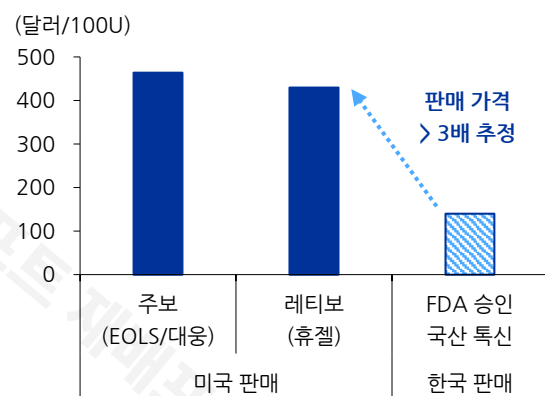
한국 특신의 경쟁력은 기본적으로 글로벌 기업 수준의 품질을 확보하면서 합리적인 가격대에 제품을 제공하는 데에 있다. 국내 기업 중 수익성이 가장 높은 휴젤을 기준으로, 국내 특신 제품은 글로벌 시장에서 보톡스 대비 약 20~30% 낮은 가격에 공급되고 있는 것으로 파악된다. 그럼에도 휴젤의 2025년 매출원가율은 22% 수준이다. 향후 판가가 가장 높은 미국 시장에서의 매출 비중 증가에 따라 원가율이 더 낮아질 수 있을 것으로 전망한다.

FDA 승인 미용 특신 제품 6개의 미국 판매가 비교



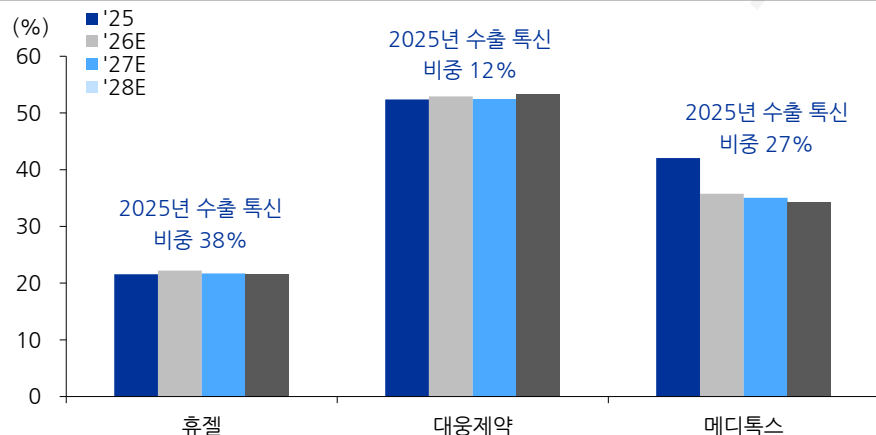
주: 치료용 적응증을 보유한 제품 4개는 미국 CMS의 메디케어 B 약제 지급상한액 자료(2026.07) 기준으로 추정된 가격. 디스포트는 300U,덱시파이는 200U 기준으로 추정; 주보는 회사 자료(구매 수량 별로 가격을 책정); 레티보는 보톡스의 70~80% 가격으로 판매된다는 점을 반영
자료: CMS, 각 사, 유진투자증권

FDA 승인 한국 특신의 미국, 한국 판매가 비교



주: FDA 승인 국산 특신은 대웅제약의 나보타, 휴젤의 보툴렉스 기준
자료: Dressler, D., Kim, N., Johnson, E.A. et al., 유진투자증권

특신 3사의 매출원가율 추이 및 전망

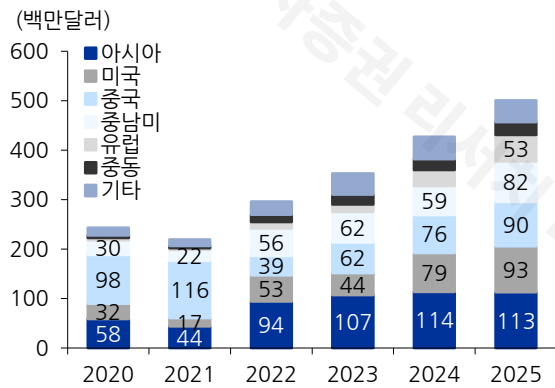


주: 전사 매출액 대비 특신 수출액의 비중; 대웅제약은 Fnguide 컨센서스, 휴젤, 메디톡스는 당사 추정치
자료: Quantivise, 유진투자증권

국내 백신 기업들은
미국, 중국, 유럽,
중남미 주요 지역에
서 이미 상당한 점
유율을 확보함

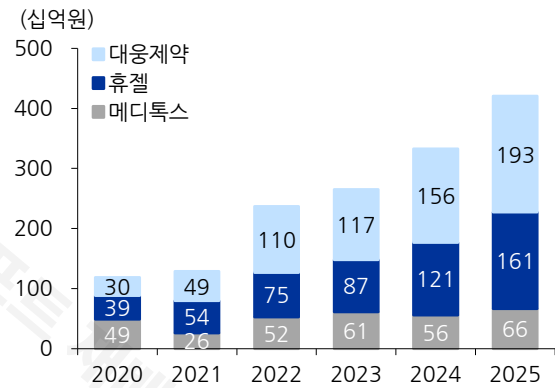
국내 백신 기업들은 이미 미국, 중국, 유럽, 중남미를 비롯한 주요 지역에 진출하여 점유율을 확대하고 있다. 대웅제약의 나보타(미국명 주보)는 파트너사 에볼루스를 통해 물량 기준으로 미국 점유율을 14%까지 확대했으며 휴젤은 중국 점유율 20%(파트너사 사환제약), 메디톡스는 브라질 점유율 30% 이상(파트너사 블라우)을 차지하는 것으로 파악된다. 진출 국가의 수와 시장 점유율이 동시에 증가하면서 한국 백신 수출액은 2020년 2.4억달러에서 2025년 5.0억달러 수준까지 확대됐고, 수출 지역은 기존의 아시아 중심에서 미국, 중남미, 유럽 등으로 다변화됐다.

한국 백신의 국가별 연간 수출액 추이



주: HS CODE 3002.49.1000, 3002.90.9000, 3002.90.3090
자료: KITA, 유진투자증권

백신 3사의 백신 연간 수출 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

국내 특신 3사의 글로벌 진출 전략

대웅제약: 에볼루스의 미국 필러 출시, 유럽 공략 본격화로 성장 지속 전망

대웅제약은 에볼루스의 미용의로 포트폴리오 확대와 유럽 사업 본격화에 따른 특신 수요 증가를 신공장 증설을 통해 대응한다. 대웅제약의 파트너사 에볼루스는 2019 년 주보를 미국에 출시한 이후 14%의 점유율을 확보했으며 향후 성장은 미국 내 포트폴리오 확대 및 유럽 진출이 함께 견인할 전망이다. 에볼루스는 2025 년 미국에 HA 필러 제품을 출시했으며 2026 년에는 스위스 제약사 IB SA 와 HA 스킨부스터 프로필로의 미국 개발 및 판매 계약을 체결했다. 대웅제약은 기존 연간 500 만 바이알 수준의 생산능력에 1,300 만 바이알 규모의 신공장을 설립했으며 2027 년 상반기 내 인증 및 가동을 개시할 예정이다. 증설 이후에는 에볼루스의 서구지역 판매 확대, 대웅제약의 중남미/중동 등 자체 수출 확대에 필요한 물량을 안정적으로 공급할 것으로 예상된다.

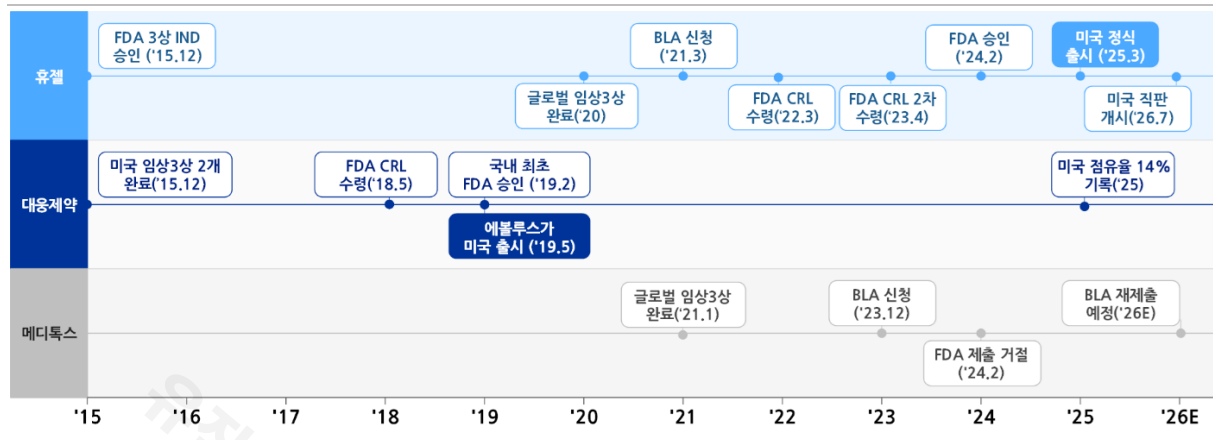
휴젤: 직접 판매 개시, 중장기적으로는 수익성 개선 및 사업 확장에 기여할 것으로 기대

휴젤은 글로벌 시장 판매 경험과 가격 경쟁력을 기반으로 미국에서 직접 병의원 거래처를 확대하고 포트폴리오를 확장해갈 전망이다. 2025 년 출시 초기에는 베 네브를 통해 1 년 간 약 9천개의 병의원 계정을 확보하였으며, 2026 년 하반기부터는 자체 영업 비중을 점진적으로 높이며 의료진 관계와 시장 데이터를 직접 축적할 계획이다. 휴젤은 직접 판매를 통해 유통마진을 내재화하여 수익 기여도를 높이는 동시에 가격과 마케팅 전략을 시장 상황에 맞게 운용할 수 있다. 특히 중장기적으로는 특신으로 확보한 네트워크에 신제품을 포트폴리오에 추가함으로써 계정당 매출액을 높일 수 있다. 다만 초기 영업/마케팅 비용이 증가하는 만큼 재주문과 계정당 매출액이 이를 상쇄하는지는 지속적인 확인이 필요하다. 직접 판매가 재주문 확대와 신제품 교차판매로 이어진다면 미국 사업은 중장기 수익성과 사업 확장성을 높이는 성장 동력이 될 것으로 기대한다.

메디톡스: 미국 두번째 액상형 특신으로 FDA 승인 신청 준비 중

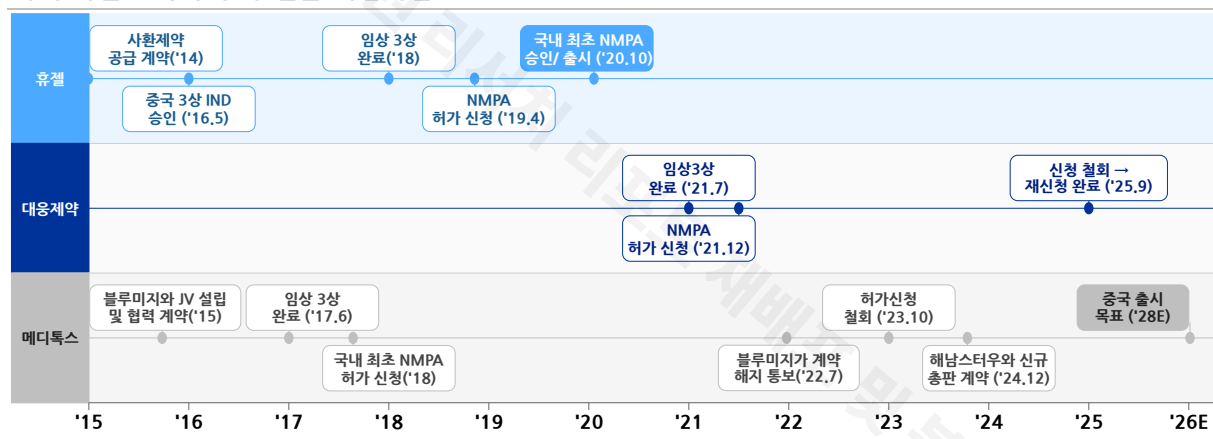
메디톡스는 중장기적으로 액상형 특신 MT10109L 을 통해 미국 시장에서 제형 차별화를 시도할 계획이다. MT10109L 은 기존의 분말형 제품과 달리 별도의 희석 과정이 필요 없는 액상형으로 시술 준비 시 의료진의 사용 편의성을 높일 수 있다. 다만 메디톡스는 2024 년 초 FDA 허가신청이 심사 접수 단계에서 거절된 이후 재제출 일정이 지속 지연되고 있어 FDA 승인 일정에는 불확실성이 높다. 현재는 2026년내 제출을 목표로 하고 있다. 향후 미국 법인 루반타스를 통한 직접 판매를 계획하고 있어 승인 이후에는 영업조직 구축 등 선행 투자가 필요할 전망이다. 따라서 미국 진입 시점이 가시화되기까지는 중남미, 아시아 등 미국 외 지역에서 판매를 확대하는 것이 실적 성장의 주요한 요인이 될 것이며 미국 사업 가치는 상업화 절차가 구체화되면서 단계적으로 반영될 전망이다.

국내 특신 3사의 미국 진출 타임라인



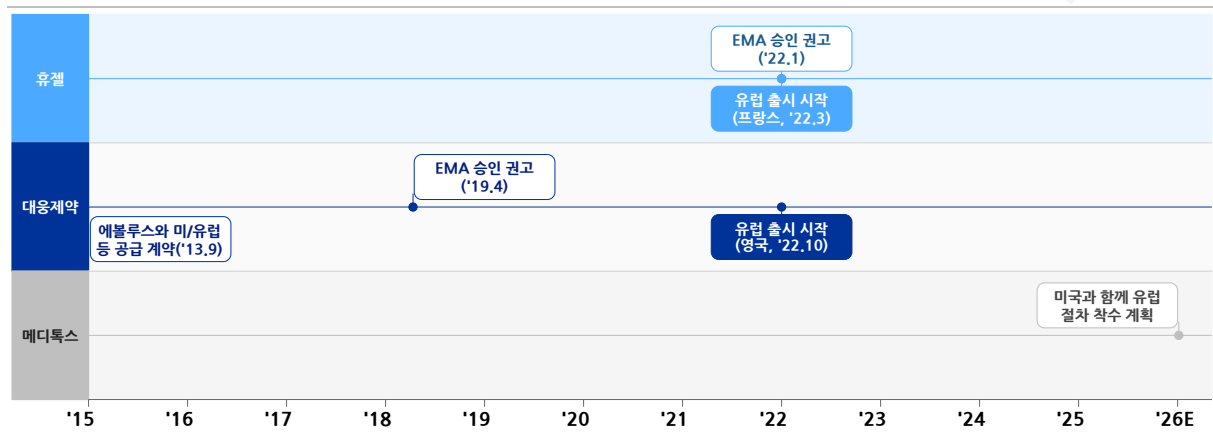
자료: 각 사, 유진투자증권

국내 특신 3사의 중국 진출 타임라인



자료: 각 사, 유진투자증권

국내 특신 3사의 유럽 진출 타임라인



자료: 각 사, 유진투자증권

III. [스킨부스터] From Fill to Heal

1. 국내에서 검증된 스킨부스터, 유럽/아시아로 확장

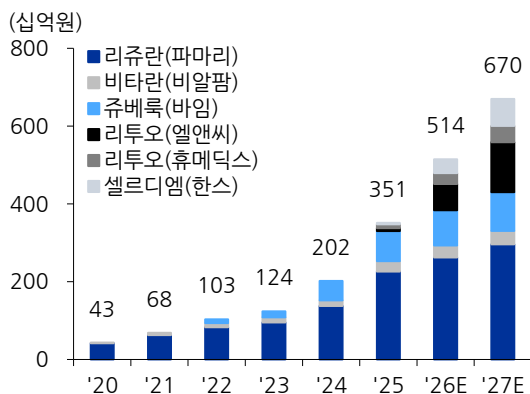
글로벌 스킨부스터
시장은 아직 초기
→ 의료진 및 소비
자의 인지도와 신뢰
를 높여야 함

초기 단계의 글로벌 스킨부스터 시장에서는 제품의 임상적 효과뿐 아니라 성분과 브랜드에 대한 의료진 및 소비자의 인지도와 신뢰를 확보하는 것이 중요하다. 자연스럽고 점진적인 피부 개선 수요가 늘면서 글로벌 시장은 2026 년 17 억달러에서 2030 년 28 억달러로 연평균 13% 성장할 전망이다. 이에 스킨부스터 중에서도 다수의 제품군이 형성되며 시장의 외연을 넓히고 있다. 다만 글로벌 시장에서는 성분별, 제품별 스킨부스터의 기전과 효과에 대한 특성이 국내만큼 잘 알려져 있지 않아, 임상·사용 데이터와 의료진 교육, 소비자 마케팅을 통해 신뢰를 형성해야 한다. 특히 FDA 승인 경험이 없는 신규 성분은 미국과 중국 등에서 허가에 장기간이 소요될 수 있어, 유럽과 아시아에서 먼저 사용 경험과 판매 성과를 축적한 뒤 진출 지역을 확대하는 전략이 유효하다.

파마리서치의 PN
스킨부스터 리쥔란
→ 국내를 넘어
글로벌로 확장

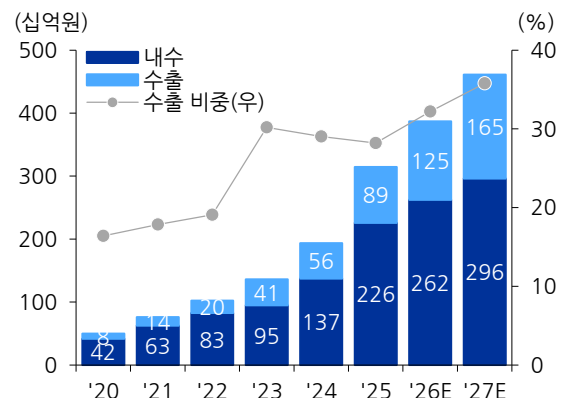
국내 스킨부스터 기업 중에서는 파마리서치의 글로벌 성장 가능성이 가장 높다. 파마리서치는 2014 년 국내에 리쥔란을 출시한 이후 국내 스킨부스터 시장 성장을 주도하며 시술 경험과 소비자 인지도를 축적했다. 2026 년에는 프랑스 소재 파트너사 비바시(VIVACY)를 통해 유럽 시장에 리쥔란을 출시하며 글로벌 확장을 본격화하고 있다. 피부 웰리티 개선에 대한 수요 확대와 함께 PN 성분이 주요한 카테고리 중 하나로 부상하고 있는 만큼, 대표적인 PN 스킨부스터 리쥔란을 개발한 파마리서치가 영향력을 확대할 가능성이 크다고 판단한다.

국내 스킨부스터 시장 규모 및 전망



주: 각 제품들의 내수 매출액 기준
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

파마리서치의 의료기기 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

2. 미용의료 트렌드는 '즉각 교정'에서 '자연스러운 개선'으로

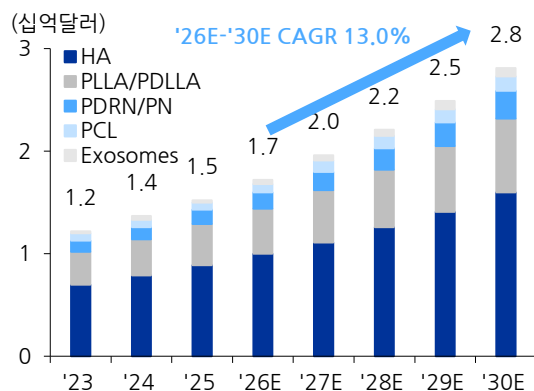
글로벌 스킨부스터
시장은 '26E \$1.7B
→ '30E \$2.8B 로
성장 예상, 실제
규모는 이보다 더
클 것으로 추정됨

글로벌 미용의료 시장에 자연스럽고 점진적인 결과를 선호하는 소비자가 늘면서 미용 주사제 기술의 역할이 즉각적인 주름/볼륨 교정에서 수분/피부결/탄력 등 전반적인 피부 질 개선으로 확장되고 있다. 이에 따라 기존에 필러와 같이 볼륨 증가를 목적으로 사용되던 바이오스티뮬레이터의 사용 목적이 확대되고, 피부결 개선에 특화된 신제품이 증가하며 스킨부스터라는 새로운 카테고리가 형성되고 있다. 이에 글로벌 스킨부스터 시장 규모는 2026년 17억 달러에서 2030년 28억 달러 규모로 연평균 13% 성장이 예상된다. 아직 글로벌 미용의료 시장에서 스킨부스터의 정의에 대한 컨센서스가 형성되지 않아 정확한 시장 규모를 추산하기는 어려우나 실제 시장 규모는 이보다 더 클 것으로 예상된다. 스킨부스터는 자연스러운 변화를 선호하거나 예방/관리 목적으로 미용 기술을 찾는 신규 소비자에게 유입시키며 미용의료 시장의 외연을 확장할 것으로 전망한다.

국내 스킨부스터
시장 규모는 '26E
\$0.4B(5.2 천억원)
으로 전망함

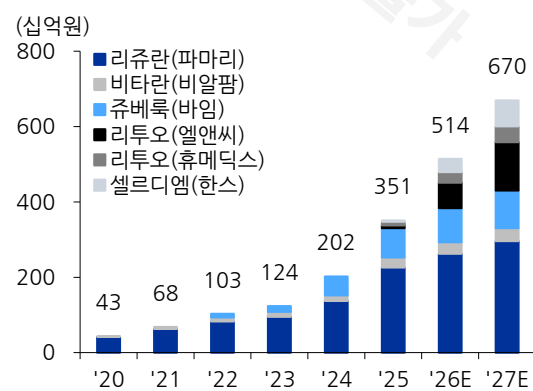
당사가 추정하는 국내 시장 규모는 2026년 약 3.6억 달러(5.2 천억원)이며 이는 글로벌 시장의 21% 수준이다. 시장 조사기관이 산출한 시장 규모는 주요 기업들이 판매한 매출액 대비 적은 규모로 추산된 것을 감안하면 국내 시장 점유율은 그보다 작을 것으로 예상된다. 그러나 국내에서 PN/PDLLA/ECM 등 다양한 성분의 제품이 빠르게 상업적 성과를 보이고 있다는 점에서 한국 시장이 글로벌 스킨부스터 시장 성장을 주도할 잠재력을 가지고 있다고 볼 수 있다.

글로벌 스킨부스터 시장 규모 및 전망



자료: Grand View Research, 유진투자증권

국내 스킨부스터 시장 규모 및 전망



주: 각 제품의 내수 매출액 기준

자료: 각 사, 유진투자증권 추정

스킨부스터는 HA 필러를 보완하며 미용의료 수요의 기반을 넓힐 것

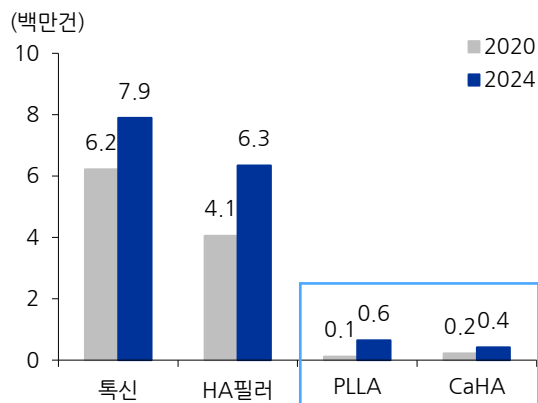
스킨부스터는 사용 목적에 따라 3가지로 구분 → HA 필러와 상호 보완하며 동반 성장 기대

스킨부스터는 주된 시술 목적에 따라 수분 보충형, 피부 회복형, 콜라겐 생성형으로 나눌 수 있다. 수분 보충형(히알루론산(HA))은 수분감과 피부결을 개선하고, 피부 회복형(PN/PDRN/ECM 등)은 피부 장벽과 조직 회복에 필요한 환경을 보완한다. 콜라겐 생성형(PLLA/PDLLA/PCL/CaHA)은 바이오스티뮬레이터라고 불리며, 체내 콜라겐 생성을 유도해 탄력과 주름, 윤곽을 점진적으로 개선한다. 다만 동일한 성분이라도 제품별로 구성 성분, 물성 및 주입 깊이 등에 따라 필러 또는 스킨부스터로 활용될 수 있으며, 여러 성분을 결합한 복합제형도 있어 제품별 경계를 명확히 나누기는 어렵다. 스킨부스터가 자연스러운 피부 개선을 원하는 수요를 흡수하면서 HA 필러의 일부 영역과 경쟁할 수는 있지만, 두 카테고리의 작용 기전과 주된 시술 목적이 다른 만큼 궁극적으로는 서로를 보완하며 동반 성장할 것으로 예상된다.

PLLA, CaHA의 재평가: HA 필러의 기존 수요를 일부 대체하며 미용의료 시장 확대에 기여

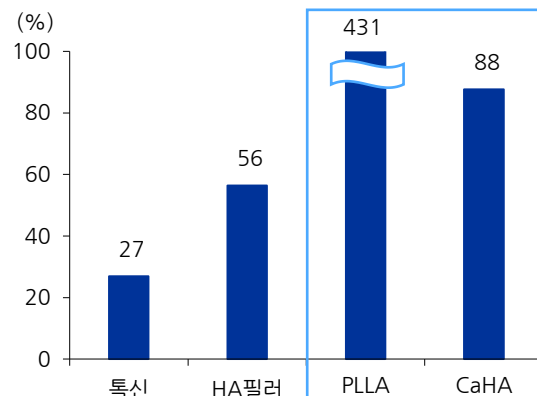
스킨부스터 시장의 확대는 과거 HA 필러보다 주목도가 낮았던 바이오스티뮬레이터가 다시 부상하는 것에서 이미 확인되었다. CaHA 성분의 레디어스와 PLLA 성분의 스컬트라는 각각 2006 년과 2009 년 미국에서 얼굴 주름 개선 목적으로 FDA 승인을 받았다. 그러나 효과가 서서히 나타나는 데다 조제와 시술 과정이 까다로워 즉각적인 효과를 내는 HA 필러보다 수요가 낮았다. 이후 2020 년대에 들어 자연스러운 결과를 선호하는 소비자가 늘며 바이오스티뮬레이터가 다시 주목받기 시작했다. 갈더마는 기존 2 시간이었던 스컬트라의 회석 시간을 2 분으로 단축한 프로토콜을 적용해 2021 년 유럽에서 스컬트라를 재출시했으며, 미국에서도 동일한 프로토콜 사용을 승인받았다. 이에 바이오스티뮬레이터는 주름/볼륨 개선 영역에서 HA 필러의 일부 수요를 흡수하는 동시에, 자연스러운 변화를 원하는 소비자를 미용 주사제 시장으로 유입시키고 있다.

글로벌 미용의료 주사제 시술 건수(2020, 2024)



자료: ISAPS, 유진투자증권

글로벌 주사제 시술 건수 증가율(2024 vs. 2020)



자료: ISAPS, 유진투자증권

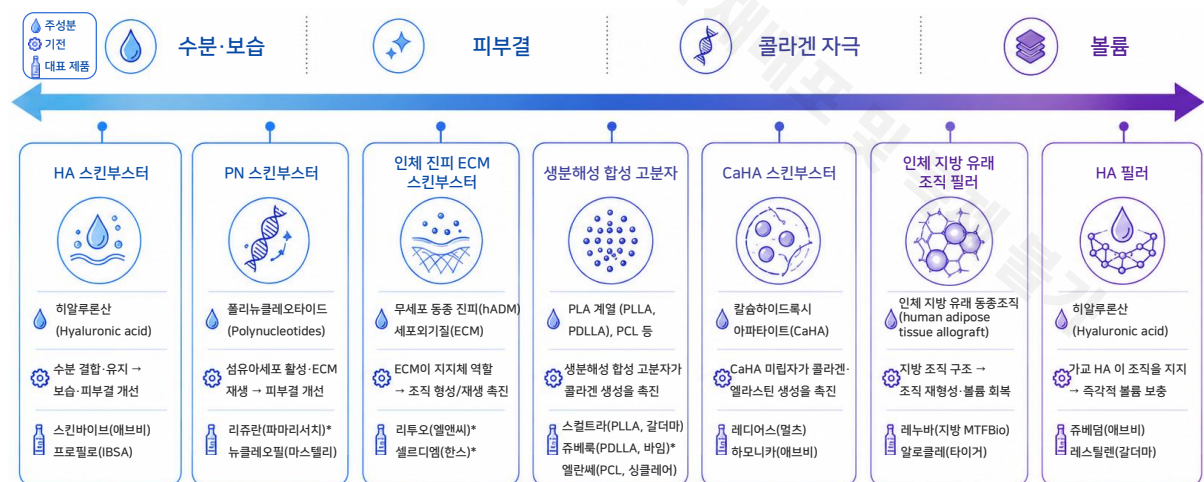
HA의 활용 영역
확대: 즉각적 볼륨
주입에서 수분 보충
및 피부결 개선까지

이와 함께 히알루론산(HA)도 물리적으로 볼륨을 채우는 필러에서 수분과 피부 결을 개선하는 스킨부스터로 활용 범위를 넓히고 있다. 글로벌 미용의료 1 위 기업 애브비는 HA 필러 주베덤®의 기술을 적용한 스킨바이브™에 대해 볼 피부의 매끄러움 개선을 적응증으로 2023 년에 FDA 승인을 받았다. 이는 기존 HA 필러 플랫폼의 활용 목적이 주름/볼륨 교정을 넘어 피부 질 개선으로 확장됐다는 점에서 의미가 있다. 스킨바이브의 적응증 확대는 자연스러운 결과를 선호하는 트렌드 속에서 HA의 가치가 새롭게 조명되고 있음을 보여준다.

국내에서는 새로운
성분(PN, hADM
ECM)의 제품들이
스킨부스터 시장을
세분화하는 중

미국 시장에서 기존 제품의 활용 범위가 확대되고 있다면, 국내에서는 피부 회복에 초점을 맞춘 새로운 성분의 제품이 시장을 세분화하고 있다. 파마리서치의 리쥘란은 PN 을 활용해 피부 장벽과 피부 상태의 회복을 돕는 제품이며, 엘앤씨바이오가 개발하고 휴메딕스가 판매하는 리투오는 무세포동종진피(hADM)에 존재하는 ECM 을 보충해 진피 조직이 회복될 수 있는 기반을 제공한다. 이처럼 국내에서는 다양한 성분의 스킨부스터 제품이 등장하면서 하나의 미용의료 카테고리 로 자리 잡고 있다.

필러/스킨부스터 분류 스펙트럼



주: 본 도식은 산업 전반적인 이해를 위한 개념적인 분류로서 임상적/과학적으로 검증된 분류가 아니며 각 제품별로 기전 및 효과는 상이함
자료: 산업 자료, 각 사, 유진투자증권

3. 스킨부스터 시장의 성패는 브랜드와 상업화 역량이 좌우

초기 시장일수록
글로벌 확장을 위해
서는 임상적 효과
외에도 브랜드
인지도가 중요

자연스러운 피부 개선을 선호하는 수요가 확대되면서 스킨부스터가 미용의료 시장의 새로운 성장 동력으로 부상하고 있으나, 수요 확대가 모든 제품의 성장으로 이어지는 것은 아니다. 글로벌 시장 진출에는 규제기관의 허가뿐 아니라 의료진 교육, 유통망 구축 및 마케팅 투자가 필요하기 때문이다. 자체 상업화 역량이 제한된 전문 개발사는 라이선스, 공동개발 및 유통계약을 통해 현지 사업자의 플랫폼을 활용할 가능성이 높다.

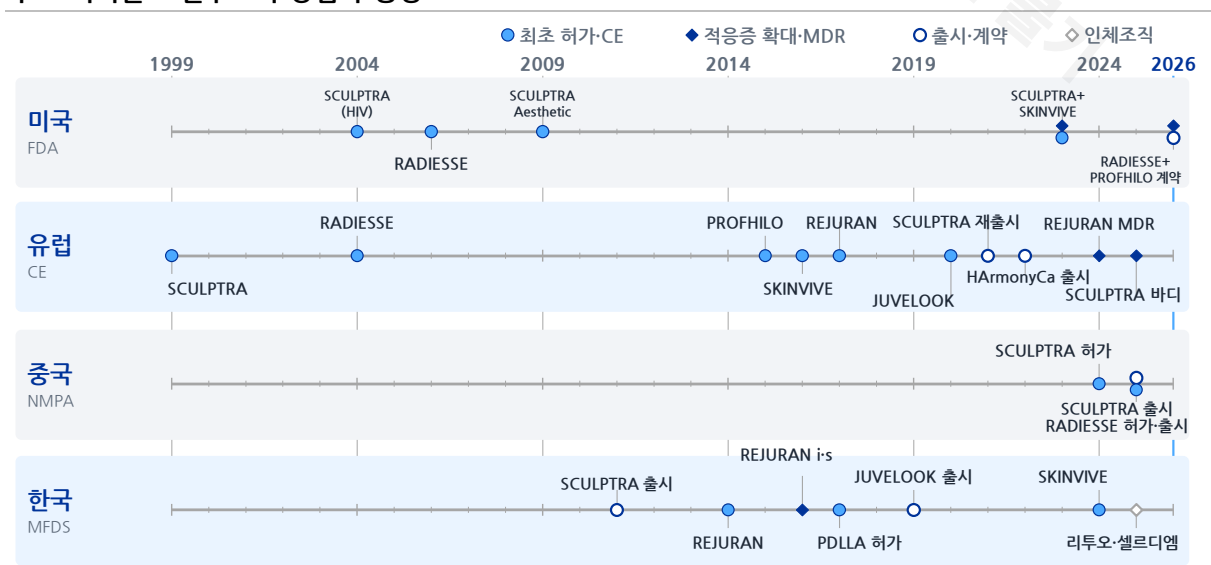
브랜드 자산가치가
높을수록 도입 위험
낮추고 빠른 시장
침투 가능

이 과정에서 임상 근거와 공급 안정성은 제품 자체의 위험을 낮추고, 브랜드는 승인 이후의 수요와 시장 침투 가능성을 높인다. 여기서 브랜드는 단순한 인지도가 아니라 의료진의 반복적인 제품 선택, 시술 프로토콜, 환자 경험, 재시술 수요 및 가격 유지력 등 제품에 축적된 상업적 성과를 의미한다. 제품 간 차별성이 충분히 확립되지 않은 초기 시장일수록 이러한 브랜드 자산이 도입 위험을 낮추고 시장 침투를 앞당길 수 있다.

FDA 미승인 스킨부
스터 성분들은 우선
유럽/아시아 중심으
로 성장 전망

스킨부스터로 분류되는 제품과 허용 적응증은 지역별로 차이가 크다. 미국에서는 FDA 승인을 획득한 소수 제품이 시장을 형성하고 있는 반면, 유럽과 아시아에서는 PN/PDRN, PDLLA, PCL 성분과 복합 제형 등 상대적으로 다양한 제품이 상업화되고 있다. 이에 따라 단기적으로는 기승인 제품의 침투율 상승이 주요 시장의 성장을 주도하고, 신규 성분 제품은 유럽/아시아에서 사용 경험과 상업적 근거를 축적한 뒤 판매 지역과 파트너십을 확대할 전망이다.

주요 지역별 스킨부스터 상업화 동향



주: 제품명(성분명), 자료: 유진투자증권 정리

기승인 브랜드는 주요 시장 진출 확대와 빠른 수익화에서 우위

스킨부스터 시장은 이미 주요 시장 허가 와 상업 인프라를 확보한 기업에 유리

스킨부스터 시장의 성장률은 낮은 기저와 신규 국가 진출 효과가 큰 신규 제품에서 더 높게 나타날 수 있다. 다만 단기적인 글로벌 상업화의 범위와 실적 가시성 측면에서는 이미 주요 시장의 허가 와 상업화 인프라를 확보한 기존 브랜드가 유리하다.

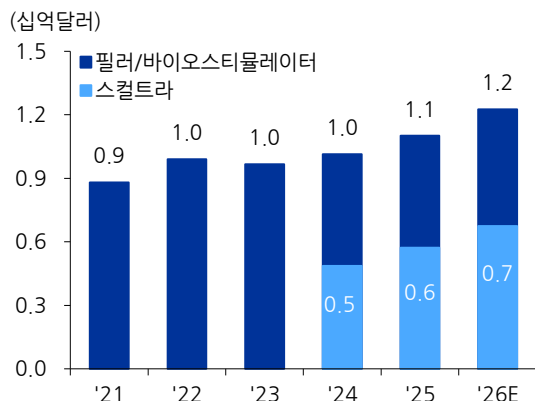
FDA 승인 주요 제품: 갈더마의 스컬트라, 멀츠의 레디어스, 애브비의 스킨바이브

갈더마의 스컬트라, 멀츠의 레디어스, 애브비의 스킨바이브 등은 미국을 포함한 주요 시장의 허가 와 글로벌 유통망을 보유하고 있다. 이들 기업은 의료진 교육과 마케팅을 여러 지역에서 동시에 전개하고, 축적된 사용 경험을 바탕으로 대상 환자 와 시술 프로토콜을 확대할 수 있다. 따라서 기승인 제품의 강점은 시장 성장을 자체보다 주요 지역에서 발생하는 수요를 상대적으로 빠르고 광범위하게 매출로 전환할 수 있다는 데 있다.

갈더마의 스컬트라는 2025 년과 2026 년 미국 및 해외 시장에서 모두 두 자릿수 성장

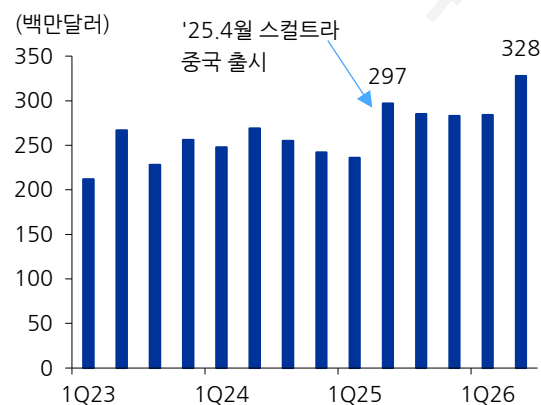
글로벌 대표 바이오스티뮬레이터 스컬트라를 보유한 갈더마는 필러/바이오스티뮬레이터 사업부 매출액이 2025 년 11 억달러(+8.0%yoy), 2026 년 상반기 6 억달러(+10.5%yoy)를 기록했다. 필러 시장이 부진했음에도 스컬트라가 2025 년과 2026 년 미국 및 해외 시장에서 모두 두 자릿수 성장하면서 성장을 견인하고 있다. 갈더마는 2025 년 4 월 중국에서도 스컬트라를 출시했으며, 출시 첫해 높은 성장과 시장점유율 확대를 기록했다. 기존 브랜드와 상업화 플랫폼을 보유한 기업이 새로운 지역에 진입했을 때 의료진 교육과 유통망을 활용해 제품 침투를 빠르게 확대할 수 있음을 확인할 수 있는 사례이다.

갈더마 필러/바이오스티뮬레이터 부문 연간 매출액



주: 당사는 '24-'26E 스컬트라 매출 비중을 각 48%, 53%, 56%로 추정함; '26E 예상 실적은 블룸버그 컨센서스; 자료: Galderma, Bloomberg, 유진투자증권

갈더마 필러/바이오스티뮬레이터 부문 분기 매출액



자료: Galderma, Bloomberg, 유진투자증권

유럽/아시아에서 축적한 성과가 글로벌 확장의 기반이 될 것

유럽/아시아 중심
으로 진출 지역
확대하며 판매
확대 전망

PN/PDRN, PDLLA, PCL 성분의 제품은 이미 허가를 획득한 유럽/아시아 국가를 중심으로 성장 기반을 확대할 전망이다. 미국에서 미용 주사제는 Class III 의료가 기로서 제품과 적응증별 PMA(Pre-market Approval) 승인이 요구되며, 2021년부터 2025년 5월까지 승인된 필러의 신규 제품 및 적응증 13건도 승인 전례가 있는 HA/PLLA/CaHA 성분에 집중됐다. 유럽 MDR 역시 임상평가와 인증기관 심사를 요구하지만, CE 인증을 취득한 제품은 EU 회원국 전반으로 판매 지역을 확대할 수 있고 일부 아시아 국가에서는 해외 승인을 활용한 참조 심사도 가능하다. 이에 따라 후발 브랜드는 유럽/아시아를 중심으로 타겟 시장 및 파트너십을 확대하기 위한 근거를 축적할 것으로 전망된다.

검증된 상업적 성과
가 브랜드와 파트너
십 가치로 전환

스킨부스터가 별도의 카테고리 자리 잡을수록 글로벌 미용의료 기업이 포트폴리오의 새로운 핵심 제품으로 스킨부스터를 육성하고자 하는 의지 또한 증가할 전망이다. 이때 브랜드는 단순한 제품 인지도가 아니라 의료진의 반복적인 선택, 환자 경험, 재시술 수요 및 가격 유지력 등 제품에 축적된 상업적 성과를 포괄하는 중요한 요소로 작용한다. 2026년 7월에는 대웅제약의 특신 나보타(미국명 주보)를 미국에서 상업화한 에볼루스가 스위스 제약사 IBSA와 HA 성분 스킨부스터 프로필로(Profilo)의 미국 독점 개발/상업화 계약을 체결했다(금액 미공개). 프로필로는 70개국 이상에서 판매되고 출시 이후 480만건 이상의 시술 경험을 확보한 HA 기반 제품이다. HA 성분은 필러와 애브비의 HA 스킨부스터 스킨바이브의 FDA 승인 사례가 존재해 규제 경로와 안전성에 대한 데이터가 상대적으로 많이 축적돼 있다. 프로필로 역시 고유한 제형과 피부 질 개선 목적에 맞는 제품별 임상/제조 근거를 확보해야 하나, 미국 내 승인 전례가 없는 PN, PDLLA, PCL 등의 제품보다 규제개발 방향을 설정하기에는 유리할 것으로 예상된다.

HA 스킨부스터로 포트폴리오 확대하는 에볼루스

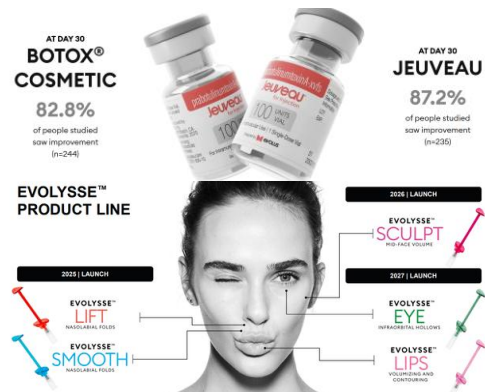


Evolus Announces Partnership with IBSA to Develop and Commercialize Market-Leading Profhilo® in the United States, Expanding Its Injectable Portfolio into Skin Quality

July 8, 2026

자료: 에볼루스, 유진투자증권

에볼루스의 기존 포트폴리오: 특신 + HA 필러



자료: 에볼루스, 유진투자증권

갈더마는 2026년 2분기 실적발표 질의응답에서, 미국 외 지역에서 PN(polynucleotides) 스킨부스터가 부상하고 있음을 인정. 향후 스킨 퀄리티 분야에서 역할이 확대될 가능성이 있다고 봄

Sophia Graeff Buhl-Nielsen | Analyst | 0:43:09

Good afternoon. Thanks for taking my question. Just on Sculptra and international, are you seeing any competitive impact from the use of **polynucleotides** ex-U.S., or are you seeing more complementary use in clinics? Is this an area where Galderma might consider BD, given the high growth of this market amongst smaller private players? Are there any other areas of high interest for some of this inorganic opportunities you are talking about? Thanks.

Flemming Ørnskov | CEO | 0:43:33

Well, Sophia, I have to compliment you because it's also some observations I'm making myself, that **polynucleotides** is starting to get a place in the aesthetic armamentarium. It seems to me that is nascent. I speak to a number of doctors that are using **polynucleotides**. Experience are mostly positive, but it's quite clear that along with skin quality, biostimulation, that they probably will play a role. We continue to observe that market. There are multiple players, as you know, and in Asia, there are even more players. We continue to watch the market and like anything that is so attractive by the aesthetics market, there's constantly new innovation and we of course, as a leader, have to continue to watch that innovation.

자료: 갈더마, 유진투자증권

FDA 미승인 스킨부스터 제품들의 글로벌 상업화 현황

구분 (주성분)	제품명	개발사/ 주요 파트너사 (소재지)	첫출시국가 (출시연도)	주요 판매 지역 (승인연도)	미국, 중국 진출 현황	주요 성과 및 파트너십
HA	프로필로 (Profilo)	IBSA(스위스)/ 에볼루스(미국)	이탈리아 (15)	영국(16), 싱가포르(19)	NMPA 심사 중	2015년 출시 이후 누적 480만건 이상 시술 '26.7월 에볼루스와 미국 독점 개발/상업화 계약 체결
HA+ CaHA	하모니카 (HArmonyCa)	애브비(미국)	이스라엘	브라질, 유럽(22), 태국(25)	중국 임상 신청	'20.10월 엘러간이 루미네라(이스라엘)의 필러 포트폴리오 인수 → '22.4월 하모니카를 유럽 전역에 출시
PCL	엘란세 (Ellanse)	AQTIS (네덜란드)/ 싱클레어(영국)	유럽(10)	한국(13), 브라질(18)	중국(21)	'23년 연간 100만 시린지 판매 '24년 말 중국에서 1,000개 이상 병원과 협력계약
PN	플라네스트 (Plinest)	마스텔리(이탈리아)/ 아덴스(영국)	유럽 CE (05)	싱가포르(23), UAE(26)	X	- 최초의 PN 주사제로 파악됨. 자체 브랜드(Plinest) 외에 PN 스킨부스터 OEM 제품도 공급 - 이탈리아 외에는 대부분 지역별 파트너사 통해 판매

자료: 각 사, 유진투자증권

4. 국내 의료관광은 내수 성장과 해외 확산의 연결고리

외국인 의료관광 소비가 미용의료 기업의 새로운 성장 동력으로 부상

의료관광이 국내 시장 성장과 해외 확산을 잇는 새로운 성장동력으로 부상

국내 의료관광 확대가 국내 미용의료 산업에 단기적인 수요 증가와 중장기적인 해외 진출 기반을 동시에 제공하고 있다. 외국인 환자의 유입은 새로운 소비층을 더해 국내에서 발생하는 시술 건수 확대를 견인한다. 동시에 외국인 환자가 한국에서 제품과 시술을 직접 경험하면서 국내 스킨부스터 브랜드는 현지 진출 전 해외 소비자의 인지도를 높일 수 있다.

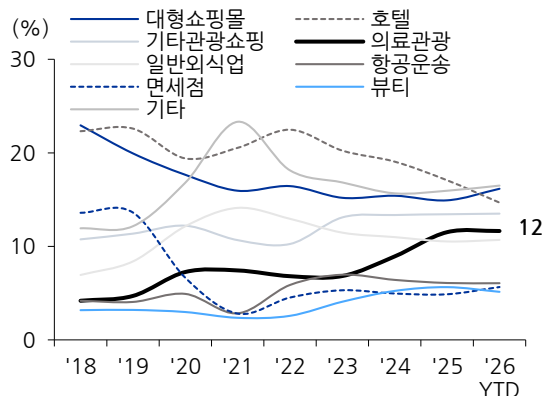
2025년 외국인 피부과 소비액 88% 증가, 의료관광이 국내 시장 성장을 견인

K-문화 확산과 원화 약세 등에 힘입어 2026년 방한 외국인 수는 2천만명을 넘어설 것으로 예상된다. 2026년 누적 관광소비액에서 의료관광이 차지하는 비중은 12%로, 관광산업이 코로나19 충격에서 회복되기 시작한 2022년보다 5%p 상승했다. 특히 피부과 소비액은 이용 건수와 건당 소비액이 함께 늘면서 2025년 9.4천억원으로 전년 대비 88% 증가했다. 이는 외국인 소비가 국내 미용의료 시장의 부가적인 수요를 넘어 주요 성장 동력으로 자리 잡고 있음을 시사한다.

객단가 상승은 미용의료 시장의 질적 성장에 기여

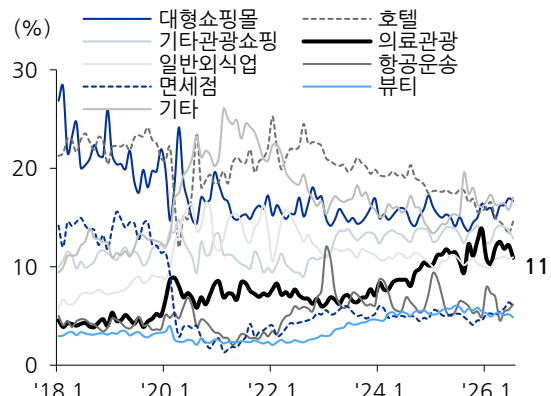
관광객 국적의 다변화와 객단가의 동반 상승은 국내 미용의료 산업의 경쟁력이 특정 국가의 수요에 국한되지 않음을 시사한다. 2026년 7월 YTD 기준 중국인 관광객의 건당 소비액은 292만원까지 상승하며 전체 소비액 증가를 견인했으며 건당 소비액이 100만원을 넘는 국가는 2024년 7개에서 현재 15개로 두 배 이상 증가했다. 연간 피부과 소비액에서 중국이 차지하는 비중도 2018년 54%에서 32% 수준으로 낮아졌다. 중국 외 관광객들도 소비를 확대하는 가운데 이용 건수와 객단가가 함께 상승하고 있다는 점은 국내 미용의료 산업이 특정 국가에 의존하지 않고 성장할 수 있는 확장성을 보여준다.

연간 관광총소비액 중 의료관광 비중



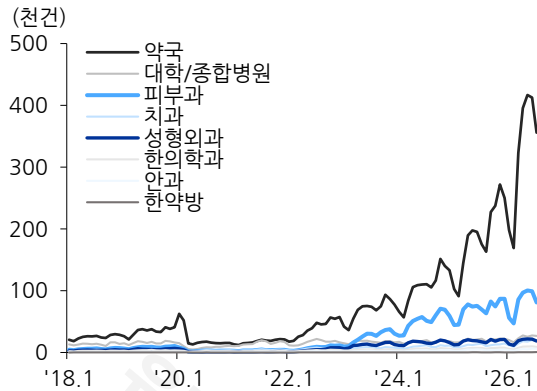
주: 2026년은 7월까지의 합산액 기준; 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

월간 관광총소비액 중 의료관광 비중



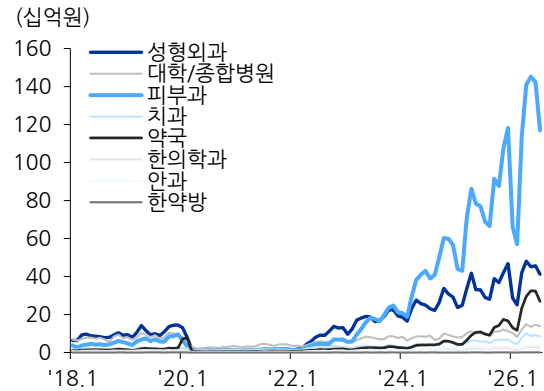
주: 2026년은 7월까지의 데이터; 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 과목별 소비건수(Q) 추이



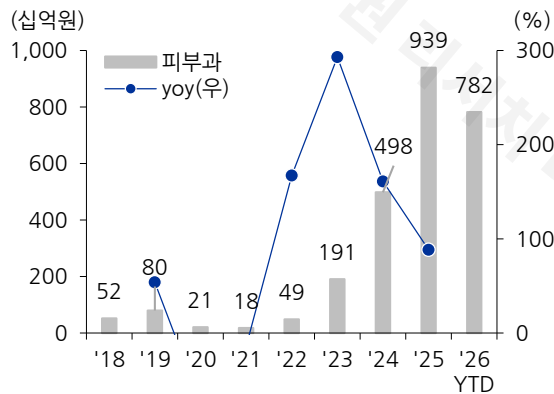
주: 2026 년은 7 월까지의 데이터
자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 과목별 소비액(P) 추이



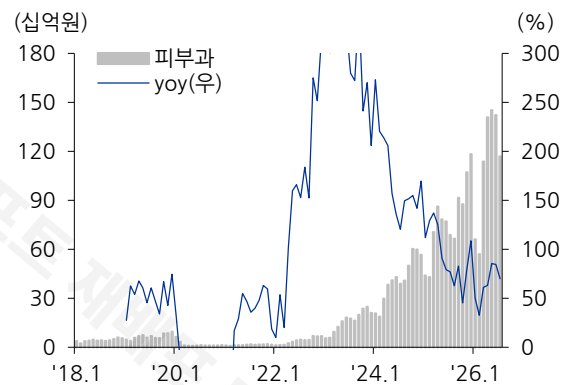
주: 2026 년은 7 월까지의 데이터
자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 피부과 연간 소비액



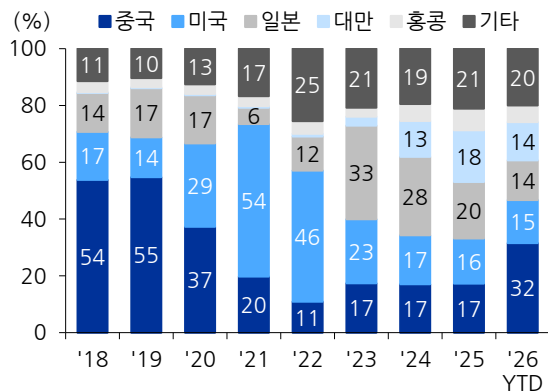
주: 2026 년은 7 월까지의 데이터
자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 피부과 월별 소비액



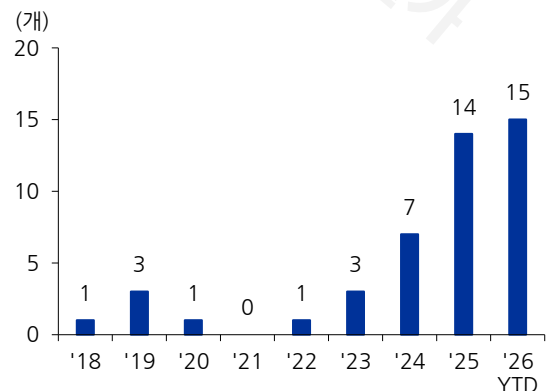
주: 2026 년은 7 월까지의 데이터
자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 피부과 국적별 연간 소비액 비중 TOP 5



주: TOP5 는 2026 년 7 월 YTD 기준; 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

절제 건당 소비액이 100 만원 이상인 국가의 개수



주: 2026 년 7 월 YTD 기준; 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광이 K-스킨부스터의 글로벌 소비자 접점을 확대

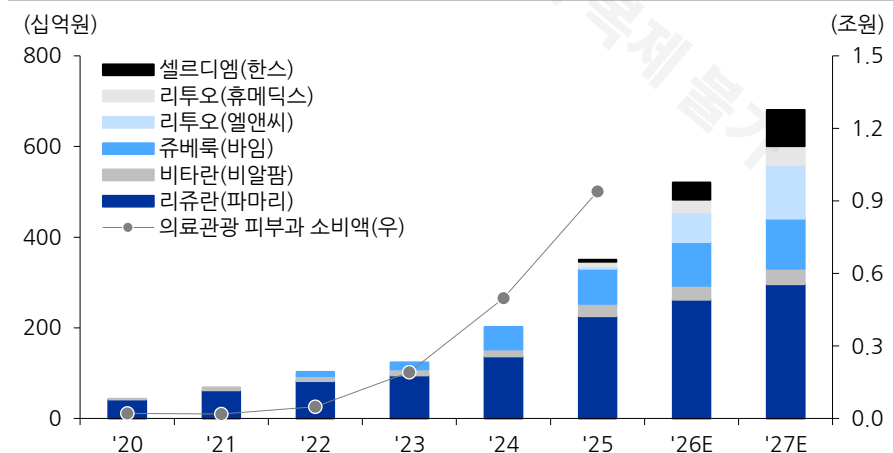
다양한 제품과
패키지 시술 확대로
객단가 상승

한국은 낮은 가격만으로 의료관광객을 유치하는 시장이 아니다. 해외에서 접하기 어려운 제품과 다양한 병행 시술을 단기간에 제공할 수 있다는 점이 외국인 환자의 방문 목적과 객단가를 동시에 높이고 있다. 국내에서는 해외에서 아직 상업화되지 않은 다양한 시술 제품을 이용할 수 있으며, 이를 목적에 맞게 조합하는 패키지 시술이 발달해 있다. 해외에서 연어 DNA 주사로 주목받는 파마리서치의 리쥬란 스킨부스터 시술을 목적으로 방문한 관광객도 피부과 상담 과정에서 다른 시술이 포함된 패키지를 함께 선택할 가능성이 높다. 보툴리눔 독신, 본국에서는 제공되지 않는 스킨부스터, 고가의 에너지 기반 리프팅(EBD) 등을 피부 상태 및 필요에 따라 한 번에 받을 수 있고, 가격도 본국보다 저렴한 경우가 많기 때문이다. 이러한 제품의 다양성과 가격 경쟁력은 패키지 시술의 선택 유인을 높여 시술 만족도와 객단가 상승에 기여하는 것으로 판단한다.

신제품 출시, 시술
프로토콜 다양화로
국내 의료관광 경쟁
력은 유지될 전망

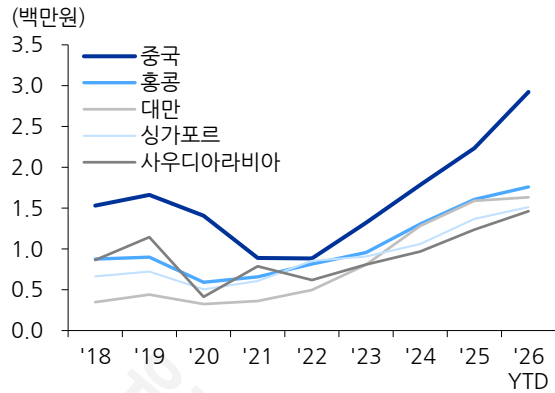
중장기적으로 국내 의료관광 시장의 경쟁력은 지속될 전망이다. 높은 미용의료 수요를 기반으로 다양한 제품과 시술 프로토콜이 지속적으로 개발되고, 이것이 빠르게 확산되는 국내 미용의료 생태계는 다른 국가가 단기간에 구축하기 어렵다. K-문화 확산에 따른 방한 외국인 증가도 의료관광 수요를 견인할 것으로 예상된다.

국내 의료관광 피부과 연간 소비액 & 국내 스킨부스터 시장 규모 비교



자료: 한국관광공사, 각 사, 유진투자증권 추정

의료관광 피부과 국적별 결제 건당 소비액 TOP 5



주: TOP5는 2026년 7월까지의 YTD 데이터
 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

의료관광 피부과 국적별 월별 소비액 TOP 5



주: TOP5는 2026년 7월까지의 YTD 데이터
 자료: 한국관광공사, 유진투자증권

피부와 체인 아비쥬의원에서 외국인 관광객 대상으로 제공하는 주요 시술들의 가격표(여행 플랫폼 기준)

★ ABIJOU Popular Procedures			★ ABIJOU Popular Procedures		
PROCEDURE	NOTES	PRICE	PROCEDURE	NOTES	PRICE
Ulthera Prime 300 shots		1,089,000 KRW	Sculptra One Vial		759,000 KRW
Thermage FLX 600 shots		2,079,000 KRW	Sculptra Body Hip — One Vial	790,000 KRW for 4 vials or more	1,089,000 KRW
ONDA 60kj		649,000 KRW	Power V-Tox Contouring	Power V Contouring 6cc + Chin Botox	42,900 KRW
Titanium Lifting Full Face 60kj		869,000 KRW	Potenza PDRN	PDRN Salmon 3cc + Pumping Potenza - tip fee not incl.	319,000 KRW
InMode Full Face FX + FORMA		196,900 KRW	Potenza Exosome	Exosome 5cc + Pumping Potenza - tip fee not incl.	385,000 KRW
Rejuran Healer 2cc + Regenerative Laser		242,000 KRW	Potenza Juvelook	Juvelook 3cc + Pumping Potenza - tip fee not incl.	495,000 KRW

자료: creatrip(아비쥬 강남점), 유진투자증권

의료관광 수혜는 브랜드 및 의료진 채택에 따라 결정

브랜드는 피부과를
향하는 소비자의
유입을 결정

의료관광 수혜의 출발점은 소비자의 브랜드 인지도다. 외국인 환자가 제품명을 직접 검색하고 해당 시술을 방문 목적으로 선택하는 경우, 제품 브랜드는 의료기관 선택과 초기 수요 형성에 영향을 미친다. 파마리서치의 리쥬란은 국내에서 장기간 축적한 시술 경험과 소비자 인지도를 바탕으로 외국인 환자가 제품명을 직접 인지하는 대표적인 스킨부스터로 자리 잡았다.

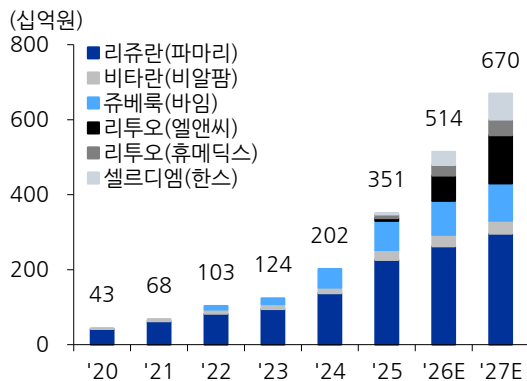
실제 시술 단계에서
는 의료진의 채택
및 추천이 판매를
좌우

그러나 높은 브랜드 인지도가 실제 판매 제품을 전적으로 결정하는 것은 아니다. 스킨부스터는 환자의 피부 상태와 시술 목적에 따라 제품/용량/병행 시술이 달라 의료진의 판단과 추천이 강하게 작용한다. 의료기관이 신제품을 채택하고 상담 과정에서 적극적으로 제안하거나 패키지에 포함할 경우, 소비자 인지도가 상대적으로 낮은 제품도 빠르게 시술 건수를 확대할 수 있다.

제품 다양화로 시장
규모 확대되면서
경쟁 강도 또한
심화될 전망

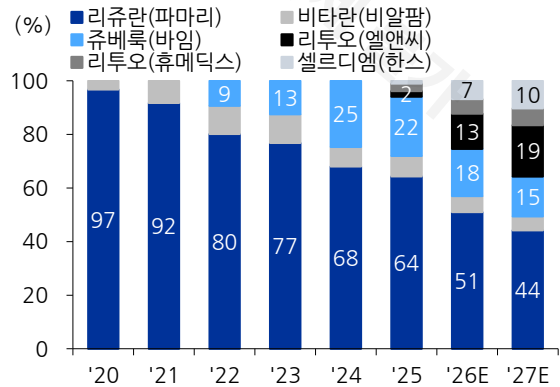
엘앤씨바이오/휴메딕스의 리투오는 2025년 초 출시 이후 인체 진피 유래 ECM(세포외기질) 성분과 자연스러운 피부 회복 효과를 내세워 국내 판매를 빠르게 확대하고 있다. 엘앤씨바이오가 인식하는 리투오 매출액은 2025년 72억 원에서 2026E >700억 원까지 큰 폭으로 확대될 것으로 전망한다. 이는 스킨부스터 시장이 성장하는 가운데 신규 제품도 의료진 추천을 통해 빠르게 수요를 확보할 수 있음을 보여준다.

국내 스킨부스터 시장 규모 추이 및 전망



주: 각 제품의 내수 매출액 기준
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

국내 스킨부스터 시장 점유율 추이 및 전망



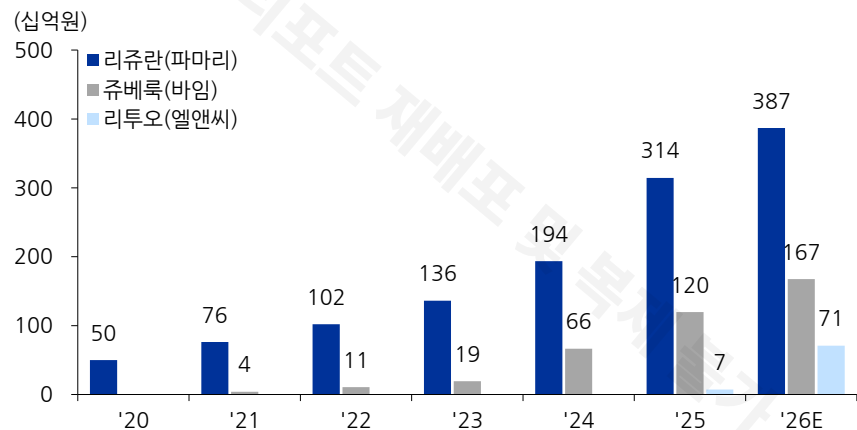
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

5. 글로벌 경쟁력이 될 K 스킨부스터의 브랜드 가치

국내에서 검증한
차별성과 브랜드
로열티 → 글로벌
경쟁력으로 전환

국내 스킨부스터 제품의 경쟁력은 기존에 주목받지 않던 성분들을 새로운 트렌드에 맞추어 빠르게 상업화하고, 경쟁이 치열한 국내 시장에서 의료진 채택과 소비자 수요를 검증했다는 데 있다. 기존 스킨부스터 시장이 수분 공급을 목적으로 하는 히알루론산(HA) 제품과 볼륨 개선에 활용되는 PLLA-CaHA 계열 제품을 중심으로 형성됐다면, 국내 기업들은 PN, PDLLA+HA, 인체 유래 ECM 등을 활용해 피부 회복과 탄력·피부결 개선으로 선택지를 넓혀왔다. 다만 성분이나 제품 간 직접 비교 임상이 제한적이어서 제품 간 우월성이 확인됐다고 보기는 어렵다. 따라서 앞으로는 국내에서 축적한 시술 경험을 바탕으로 주요 시장에 빠르게 진입하고, 현지 파트너와 임상 근거를 확보해 제품의 차별성을 의료진 채택과 판매 성과로 연결하는 역량이 중요해질 전망이다.

국내 주요 스킨부스터 제품 3 개의 글로벌 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, 유진투자증권 추정

파마리서치: 리쥘란
브랜드 + 파트너사
비바시를 통해 유럽
판매 본격화

파마리서치의 리쥘란은 국내와 아시아에서 검증한 브랜드 자산을 유럽 시장으로 확장하는 단계에 진입했다. 유럽에는 이미 마스텔리의 PLINEST와 PolyPhil 등 PN 제품이 판매되고 있어 PN 성분 자체가 리쥘란만의 경쟁력은 아니다. 리쥘란의 강점은 국내와 아시아에서 축적한 소비자 인지도와 의료진의 시술 경험에 비바시의 현지 네트워크가 결합됐다는 점에 있다. 파마리서치는 해외에서 리쥘란 화장품을 통해 소비자 접점을 넓히는 한편, 아시아와 유럽에서는 주사제 출시와 의료진 교육을 병행하고 있다. 2024년 유럽 MDR 인증과 2025년 비바시 유통 계약에 이어 2026년부터 현지 판매가 시작된 만큼, 단기적으로는 의료진 채택과 재주문이 실제 수출 증가로 이어지는지가 핵심 관전 포인트다.

바임: 쥬베룩
NMPA 승인으로
중국 상업화
단계 진입

바임(비상장)의 쥬베룩은 2026년 7월 말 중국에서 3등급 의료기기 허가를 획득하며 PDLLA+HA 복합 제품의 해외 확장 가능성을 높였다. 중국은 스킨부스터 수요가 높으며 NMPA 허가과 현지 상업화를 위한 진입장벽 또한 높다. 따라서 현지 기업 또는 글로벌 미용의료 기업과의 파트너십이 불확실성을 낮출 수 있다. 바임은 2026년 하반기경 현지 파트너사 블루미지 바이오텍(SHA:688363)을 통해 의료진 교육 및 현지 판매를 진행할 것으로 예상된다.

엘앤씨: 리투오
국내 고성장 기반으
로 아시아 진출

엘앤씨바이오의 리투오는 국내 고성장을 바탕으로 아시아 시장 진출을 시작했으나, 글로벌 상업화는 아직 초기 단계다. 2025년 국내에서 본격적인 판매를 시작한 이후 같은 해 9월 싱가포르에 출시되었으며 다른 아시아 국가로도 진출을 확대하고 있다. 다만 인체조직 기반 제품이라는 특성상 글로벌 상업화 지역이 다양화됨에 따라 적용되는 규제와 상업화 경로가 다를 수 있다. 미국의 경우, FDA의 HCT/P 규제 적용과 관련한 불확실성이 남아 있는 상황이다. 따라서 단기적으로는 국내 성장세를 유지하면서 규제 불확실성이 상대적으로 낮은 아시아 지역에서 판매 경험을 축적하는 것이 중요하다고 판단한다.

국내 주요 스킨부스터 제품들의 글로벌 상업화 현황

개발사/판매사 (소재지)	제품명 (주성분)	국내	미국	중국	아시아 (중국 외)	유럽	남미	중동
파마리서치	리쥘란 (PN)	한국('14)	준비 중 ('32E)	임상 중 ('28E)	태국('22), 일본('28E)	유럽 CE MDR (24)	멕시코 등('24), 브라질('27E)	UAE('24), 사우디('26)
바임	쥬베룩 (PDLLA+HA)	한국('19)	-	중국 출시 준비 중 ('26)	태국('24) 등	유럽 CE ('20)	멕시코('25)	-
엘앤씨바이오	리투오 (hADM ECM)	한국('25)	-	-	싱가포르('25)	-	-	-

주: 괄호는 승인(목표) 연도; 회색배경은 미허가 지역

자료: 각 사, 유진투자증권

Appendix: 독신 소송, 관세 영향 점검

국내 기업들의 보툴리눔 독신 균주 출처 소송

국내 독신 기업 간 소송 가운데 실적과 사업에 유의미한 영향을 미칠 수 있는 분쟁은 사실상 메디톡스와 대웅제약의 국내 민사소송 2 심으로 한정된다. 국내 독신 기업 간 소송은 2017 년 메디톡스가 대웅제약을 상대로 독신 균주 도용 및 제조공정 영업비밀 침해를 주장하면서 본격화됐다. 이후 국내외에서 다수의 소송이 이어졌으나 대부분 종료됐으며, 현재 양측이 모두 1 심 판결에 불복해 항소심을 진행하고 있다. 2023 년 1 심에서는 메디톡스가 일부 승소했다.

메디톡스-대웅제약의 2 심 판결은 2026 년 말~2027 년 초 확인될 것으로 예상되며, 판결 예상 시점 전후로 양사의 주가 변동성이 확대될 전망이다. 상고 여부에 관한 양사의 공식 입장은 확인되지 않았으나, 어느 쪽이 승소하더라도 패소한 측이 대법원에 상고할 가능성이 높다고 판단한다. 대웅제약이 2 심에서도 패소한다면 1 심에서 선고된 약 400 억원의 손해배상과 나보타 제조·판매 금지, 균주 인도 및 제품 폐기 명령이 유지될 수 있다. 다만 대웅제약은 상고와 집행정지 신청을 통해 판결이 사업에 미치는 즉각적인 영향을 최소화할 것으로 예상된다. 대웅제약은 2026 년 상반기 말까지 1 심 판결과 관련한 누적 예상손실 579.6 억원을 기타충당부채로 인식했으며, 2 심 배상액이 기존 충당부채 범위에 머문다면 추가적인 손익 부담은 크지 않을 전망이다. 나보타의 핵심 시장인 미국은 2021 년 에볼루스가 메디톡스 및 엘러간과 체결한 합의를 통해 주보를 상업화할 권리를 확보했기 때문에 국내 판결만으로 판매가 즉시 중단될 우려는 제한적이다. 2025 년 나보타 매출액은 2,289 억원으로 대웅제약 연결 매출액의 약 15%를 차지했으며, 이 가운데 해외 매출 비중은 84%였다. 소송 결과를 예단하기 어려운 가운데 대법원 상고심까지 소송이 이어지게 될 경우, 관련 불확실성이 양사의 주가에 미치는 부정적 영향도 장기화될 전망이다.

메디톡스와 국내 특신 기업들의 특신 군주 출처 관련 주요 소송 현황 및 주요 타임라인

소제기일	원고	피고	구분	현황	주요 타임라인
2017.01	메디톡스	대웅제약	국내 형사	항고 진행 중	2017.01 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 형사 고소 2022.02 증거부족으로 무혐의 처분 → 메디톡스가 서울고등검찰청에 항고 2023.06 서울고등검찰청이 대웅제약 재수사 지시
2017.06	메디톡스	대웅제약	미국 민사	종결	2017.06 캘리포니아 오렌지카운티 법원에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2018.04 관할권 없음(불편한 법정 원칙) 이유로 소송 각하
2017.10	메디톡스	대웅제약	국내 민사	2심 진행	2017.10 서울중앙지방법원에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 민사 제기 2023.02 1심 메디톡스 일부 승소(대웅제약 400억원 배상, 군주 반납) → 판결 집행 정지 인용 현재 2심(항소심) 관련 절차 진행 중. 2026년 말~2027년 초 결과 확인 예상
2019.01	메디톡스 / 엘러간	대웅제약 / 에볼루스	ITC	종결	2019.01 ITC에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2020.12 나보타(주보) 수입 금지 판결 → 대웅제약/에볼루스 항소 제기 2021.02 메디톡스/엘러간/에볼루스 3자 합의(에볼루스가 메디톡스, 엘러간에 합의금 및 주보 매출에 대한 로열티를 지급)하며 수입금지 명령 철회 2021.07 미국 연방순회항소법원(CAFC)이 항소가 무의미하다고 판단해 환송 결정 2021.10 ITC가 CAFC의 항소심 기각에 따라 주보의 미국 수입금지 판결을 공식적으로 무효화
2021.05	메디톡스	대웅제약 / 이온바이오	미국 민사	종결	2021.05 미국 캘리포니아 중부지방법원에 제소하여 특신 개발 중단/이약환수 요구 2021.06 메디톡스-이온바이오파마 합의(상업화 시 15년 간 순매출 로열티 지급, 메디톡스에 이온바이오 보통주 20%를 액면가에 발행 결정)하며 소송 철회 결정 2021.06 메디톡스가 소송을 자진 취하
		대웅제약 / 대웅		종결	2021.05 미국 버지니아 중부지방법원 제소로 대웅제약이 미국 특허를 양도할 것을 청구 2021.10 메디톡스의 소송 기각 신청이 인용됨
2022.03	메디톡스	휴젤 / 휴젤 아메리카 / 크로마피마	ITC*	항고 진행 중	2022.03 ITC에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2023.10 군주 영업비밀 침해 주장 철회 → 2024.01 제조공정 영업비밀 침해 주장 철회 2024.10 ITC가 휴젤의 위법 행위가 없다고 최종 판결 2024.12 메디톡스가 연방 항소법원에 ITC 대상으로 항소(도켓 번호 CAFC 25-1262)

주: ITC- 미국국제무역위원회

자료: 각 사, 유진투자증권

메디톡스의 주요 해외 소송 현황 및 주요 타임라인

소제기일	원고	피고	구분	현황	주요 타임라인
2022.09	메디톡스	엘러간(계열사 및 모회사 애브비)	ICC 국제중재	진행 중	2013.09 메디톡스-엘러간, 차세대 보툴리눔 특신 후보물질 글로벌 라이선스 계약 체결 2021.09 메디톡스/엘러간(2019 애브비가 인수), 권리 반환 및 라이선스 계약 종료 결정 2022.09 메디톡스가 엘러간의 계약 위반에 따른 자료 이전 및 손해배상 등을 청구하며 ICC 중재 신청 2023.12 엘러간 측이 라이선스 계약 해지에 따른 자료 이전 비용 및 기타 손해배상을 요구하는 반대청구 제기
2024.12	메디톡스	미국 국제무역 위원회 (ITC)	CAFC* 항소	진행 중	2024.10 휴젤과의 소송에서 ITC가 휴젤의 위법 행위가 없다고 최종 판결 2024.12 메디톡스가 미국항소법원(CAFC)에 ITC 대상으로 항소(도켓 번호 CAFC 25-1262)

주: CAFC- 미국 연방순회항소법원

자료: 각 사, 유진투자증권

미국 의약품 관세 영향

미국 수입 의약품 관세 부과가 국내 특신 기업에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 2026년 9월부터 미국 수입 의약품에 대한 15%의 관세가 적용될 예정이며 현재 대웅제약과 휴젤이 미국에 특신을 수출하고 있다. 대웅제약은 미국 유통/상업화 파트너사인 에볼루스가 관련 비용을 부담하는 구조로, 관세 부가가 수익성에 미치는 직접 영향은 제한적이다. 휴젤은 2026년 7월부터 베네브를 통한 공급과 직접판매를 병행하고 있어 향후 일부 비용을 직접 부담할 전망이다.

다만 휴젤 역시 실제 손익 영향은 명목 관세율보다 낮을 가능성이 높다. 휴젤의 미국 공급 구조는 한국 본사에서 미국 100% 자회사로 제품을 이전한 뒤, 미국 법인이 베네브 또는 의료진에게 판매하는 방식이다. 이 경우 관세는 최종 판가가 아니라 미국 법인으로 이전되는 가격, 즉 이전가격(transfer price)에 적용될 가능성이 있다. 이전가격은 통상 실제 판가보다 낮게 설정되므로 15% 관세가 적용되더라도 실질 부담은 제한적일 것으로 예상된다. 이미 상호관세가 적용되고 있는 화장품 업종에서도 국내 기업들이 유사한 이전가격 구조를 통해 관세 부담을 일부 완화하고 있다는 점을 참고할 만하다.

관세 부담은 국내 기업만의 이슈가 아니라 글로벌 특신 업체 전반에 공통적으로 작용하는 비용 요인이다. 애브비의 보톡스는 엘러간 인수 당시 확보한 아일랜드 생산시설을 기반으로 공급되고 있으나, 애브비가 정부와 약가 및 미국 투자 관련 합의를 완료하면서 관세 면제 대상에 포함된다(2026.04 백악관 Section 232 회사별 계약 대상에 포함됨). 이외 미국 내에서 생산되는 레반스의 텍시파이를 제외한 대부분의 수입 특신 제품은 관세 영향권에 포함될 전망이다. 따라서 관세가 국내 기업의 가격경쟁력을 구조적으로 훼손할 가능성은 낮다고 판단한다.

FDA 승인 미용 보툴리눔 특신 제품 6개(+ FDA 승인 절차 진행 중인 2개)의 생산 국가

제품명	개발사/파트너사	본사소재국가	주요 생산 거점
보톡스	애브비(엘러간)	미국	■ 아일랜드 생산시설 ■ 다만 애브비는 트럼프 행정부와 최혜국약가정책(MFN), 미국 시설 투자 합의를 통해 의약품 수입 관세 면제(26.4 백악관이 Section 232 회사별 계약 대상으로 공식 발표)
디스포트	입센/갈더마	프랑스/스위스	■ 개발/제조사인 입센은 영국에 생산시설 보유
제오민	멜츠	독일	■ 독일 바이오 전용 공장에서 생산. 특허 정제 공정 적용
주보	대웅제약/에볼루스	한국/미국	■ 대웅제약이 한국에서 생산, 에볼루스가 미국 판매
텍시파이	크라운캡(레반스)	미국	■ 미국 생산, FDA 승인 미용 특신 중 유일한 미국 제조 제품
레티보	휴젤/베네브	한국/미국	■ 휴젤이 한국에서 생산, 미국 직판 + 파트너사(베네브) 판매 병행
TrenibotE (미승인)	애브비(엘러간)	미국	■ 아일랜드 생산시설
렐피데스 (미승인)	갈더마	스위스	■ 스웨덴에 에스테틱 전문 제조 시설 보유

자료: 각 사, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

파마리서치(214450.KQ)

BUY(신규) / TP 540,000 원

리쥬란, 이제는 글로벌 브랜드

휴젤(145020.KQ)

BUY(신규) / TP 420,000 원

글로벌 특신 기업으로의 도약

엘앤씨바이오(290650.KQ)

NR(-) / TP -원

리투오를 이을 성장 전략에 주목할 시점

메디톡스(086900.KQ)

BUY(신규) / TP 100,000 원

본업으로 증명할 특신 경쟁력

(214450)

파마리서치

의료기기 이다빈
6144 / db23@eugenefn.com

리쥘란, 이제는 글로벌 브랜드

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(신규)
540,000 원(신규)
426,000 원(8/31)

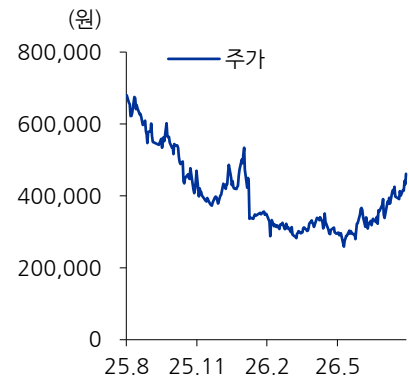
“ 파마리서치에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 54만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target PER 23배를 적용해 산출했다. 타깃 멀티플은 2025년 이후 평균 12M Fwd PER을 적용했다. 당시 프리미엄은 국내 시장에서 비롯되었으나 이제는 글로벌 시장에서의 성장을 기대할 때인 만큼 2025년 평균 수준의 프리미엄은 적용되어야 한다고 판단한다. 2026E 매출액과 영업이익은 각각 7,123억원(+33%yoy), 2,799억원(+31%yoy, OPM 39%)으로 고성장이 지속되는 가운데, 수출 비중이 46%(+7%p yoy)로 상승하며 앞으로는 글로벌 사업이 실적 성장을 견인할 전망이다.

“ 투자포인트 1) 아시아를 넘어 유럽으로, 리쥘란 수출의 질적 확장: 의료기기 사업부 수출 매출액은 2026E 1,246억원, 2027E 1,650억원으로 연평균 36%yoy 증가할 전망이다. 파마리서치는 리쥘란 유럽 출시 첫해인 2026E 현지 파트너사 VIVACY에 약 200억원 규모를 공급하고, 2027E부터 클리닉 채택과 재주문을 확대할 것으로 예상된다. 리쥘란의 PN 성분은 다른 스킨부스터 성분 HA(수분/볼륨 개선), PLLA/CaHA(콜라겐 생성)과 달리, 전반적인 피부 질 개선을 강조해 차별화된 수요를 공략할 수 있다. 유럽 이후에는 브라질(27E), 중국(28E)으로도 진출 국가가 확장되면서 글로벌 주요 시장 대부분에 상용화될 것으로 예상된다.

“ 투자포인트 2) 시술에서 스킨케어로 확장되는 리쥘란 브랜드: 파마리서치의 화장품 사업부 2026E 매출액은 2,299억원(+75%yoy), 매출 비중 32%(+8%p yoy)로 확대되며 파마리서치의 새로운 성장동력으로 자리 잡을 전망이다. 미국 시장 주요 채널인 메드스파에서는 도포형 리쥘란이 K-뷰티 시술 프로그램과 연계돼 인지도를 높이고 있으며, 일반 소비자용 스킨케어는 미국 아마존, 미국 올리브영 등 온라인/리테일 채널과 수출 국가를 확대하며 고성장하고 있다. 의료기기가 리쥘란 브랜드의 전문성과 신뢰도를 뒷받침하고, 화장품이 소비자 접점과 브랜드 경험을 넓히면서 두 사업이 리쥘란의 글로벌 인지도를 함께 높이는 선순환 구조가 형성될 수 있다.

“ 의료관광이 보장하는 국내 리쥘란 수요: 국내 의료기기 매출액은 리쥘란의 높은 브랜드 인지도, 의료관광 수요를 기반으로 2026E 2,623억원, 2027E 2,961억원으로 연간 15% 수준의 견조한 성장을 이어갈 것으로 예상된다. ECM 등 신규 성분 제품의 확산은 단기적으로는 수요 둔화 우려를 유발하나 장기적으로는 스킨부스터 시장 자체를 확장하는 방향으로 작용할 전망이다.

“ 주가 동향 및 향후 전망: 파마리서치의 현재 주가는 6월 초 저점 대비 64% 상승했다(8/31 기준). 글로벌 시장에서 K-뷰티에 대한 높은 관심도가 이어지면서 고성장한 파마리서치의 화장품 수출이 주가 반등을 견인한 것으로 판단한다. 남은 하반기에도 해외 화장품 부문의 성장이 주가 상승을 주도할 가능성이 높다. 다만 현재 주가는 여전히 고점 대비 40% 낮은 수준으로, 2027년에는 화장품 수출 성장에 더해 의료기기 리쥘란의 글로벌 성과가 가시화되면서 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 예상된다.



시가총액(십억원)	4,426
발행주식수(천주)	10,390
52 주 최고	696,000 원
최저	255,000 원
52 주 일간 Beta	0.21
60 일 평균 거래대금	629억원
외국인 지분율	9.2%
배당수익률(26E)	1.2%
주주구성	
정상수 (외 8인)	34.9%
파마리서치우리사주 (외 1인)	0.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	25.8	21.9	-37.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	540,000	-	신규
영업이익(26E)	280	-	신규
영업이익(27E)	349	-	신규

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	536	712	864
영업이익	214	280	349
세전손익	217	304	368
당기순이익	168	229	281
EPS(원)	15,893	21,802	26,974
증감률(%)	81.5	37.2	23.7
PER(배)	25.4	19.5	15.8
ROE(%)	26.9	28.9	28.4
PBR(배)	6.8	5.6	4.5
EV/EBITDA(배)	16.9	13.8	10.7

투자의견 및 밸류에이션

파마리서치에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 54 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 에 Target PER 23 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 2025 년 이후 일평균 12M Fwd PER 이다. 2025 년의 밸류에이션 프리미엄 상승 은 국내 시장에서 비롯되었으나 이제는 글로벌 시장에서의 성장을 기대할 때인 만큼 2025 년 평균 수준의 멀티플은 충분히 적용되어야 한다고 판단한다. 2026 년은 국내 시장을 넘어 글로벌 시장에서 주사제 및 화장품 판매가 고성장하며 브랜드 가치를 입증하는 해로서 파마리서치의 밸류에이션 프리미엄을 회복하는 해가 될 것으로 판단한다.

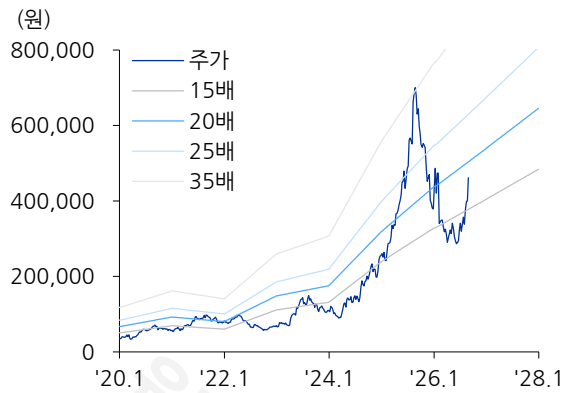
파마리서치의 현재 주가는 6 월 초 저점 대비 64% 상승했다(8/31 기준). 2025 년 말 이후 파마리서치의 주가는 국내 스킨부스터 시장 경쟁 심화, 실적 성장을 둔화에 대한 우려로 주가 하락이 이어졌으나, 예상보다 높은 화장품 수출 및 유럽 선적 확대가 반영되면서 반등했다. 남은 하반기에도 글로벌 시장에서 K-뷰티에 대한 높은 관심도가 이어지면서 파마리서치의 해외 화장품 사업부 실적 성장이 주가 상승을 주도할 가능성이 높을 전망이다. 다만 현재 주가는 여전히 고점 대비 40% 낮은 수준이다. 2027년에는 화장품 수출 성장에 더해 의료기기 리쥬란의 유럽 판매가 본격화되며, 브라질(2027E), 중국(2028E)으로의 진출 국가 확대로 글로벌 성과가 가시화되면서 밸류에이션 리레이팅이 나타날 전망이다.

파마리서치 밸류에이션

항목		단위	비고
지배순이익	267	십억원	12MFwd 기준
발행주식수	11,565	천주	상환전환우선주 1,176 천주를 합산함
회석 EPS	23,070	원	12MFwd 기준
Target PER	23	배	Target PER 은 2025 년 이후 일평균 12MFwd PER 23 배를 적용
목표 시가총액	6,243	십억원	-
목표 주가	540,000	원	-

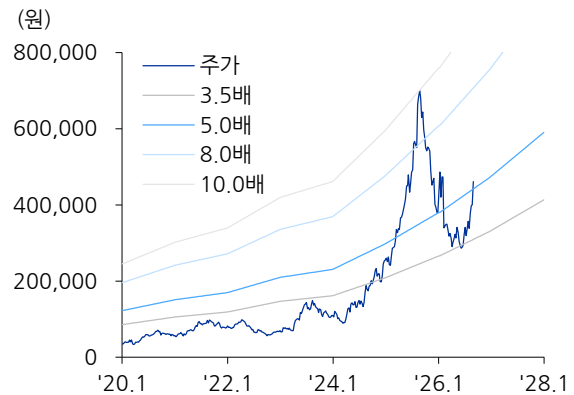
자료: 유진투자증권 추정

파마리서치 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

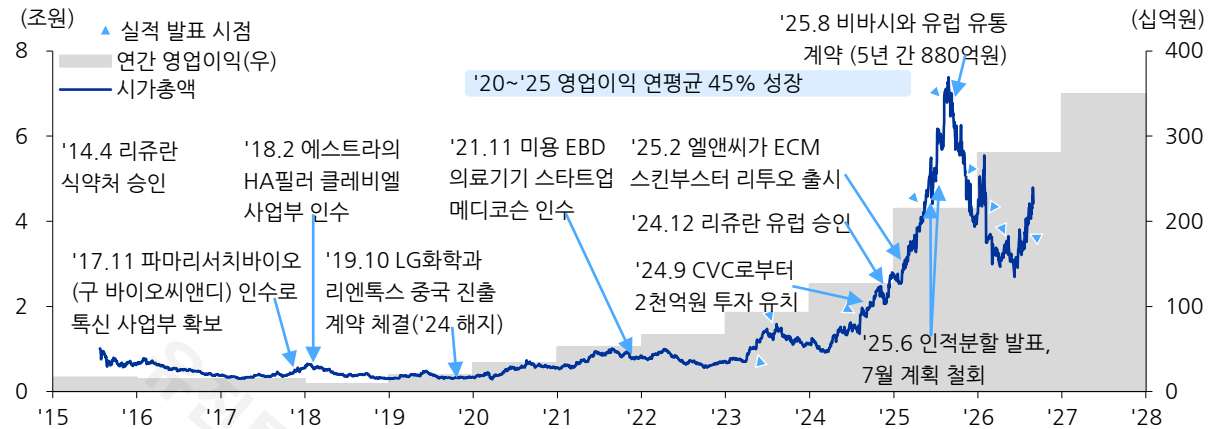
글로벌 미용의료 기업 피어 테이블

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		특신			스킨부스터		EBD			
항목 기업명		휴젤	대웅제약	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		3,154	1,472	503	4,426	1,432	2,208	451	\$50.2B	\$0.6B
YTD 주가 수익률		9%	-26%	-43%	6%	-13%	-38%	-40%	7%	32%
매출액	2025	425	1,571	247	536	85	337	157	5,241	297
	2026E	538	1,666	268	695	162	441	189	6,378	330
	2027E	658	1,761	300	848	221	554	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	10%	8%	53%	19%	39%	36%	18%	12%
	2026E	27%	6%	8%	30%	89%	31%	20%	22%	11%
	2027E	22%	6%	12%	22%	37%	26%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	197	17	214	4	171	52	889	(38)
	2026E	219	231	30	271	37	194	48	1,356	9
	2027E	285	242	37	338	63	255	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	13%	7%	40%	5%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	41%	14%	11%	39%	23%	44%	25%	21%	3%
	2027E	43%	14%	12%	40%	28%	46%	26%	24%	8%
당기순이익 (지배)	2025	141	196	17	165	(138)	132	35	'25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	175	185	25	221	23	155	45	2,572	297
	2027E	224	182	37	271	55	200	41	49%	100%
PER	2025	20.3	10.2	56.3	28.4	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	17.4	7.5	20.8	20.9	57.9	13.6	9.2	44.1	-
	2027E	13.7	7.6	13.3	17.1	25.2	10.5	10.0	32.4	48.0

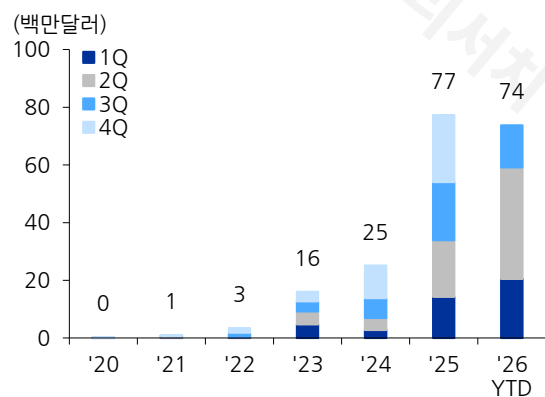
주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.8.31 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

자료: Quantivise, Bloomberg, 유진투자증권

파마리서치 시가총액 추이 및 주요 이벤트

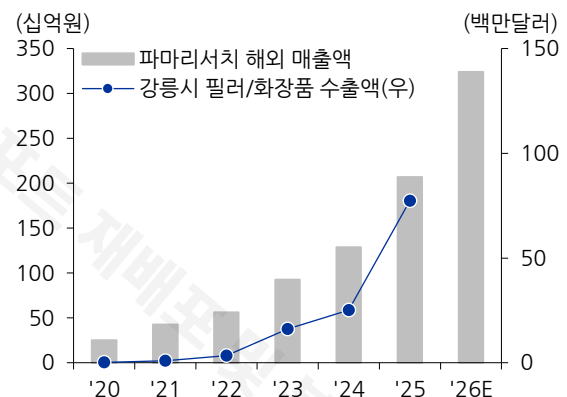


강릉시 필러/기타화장품 연간 수출액 추이



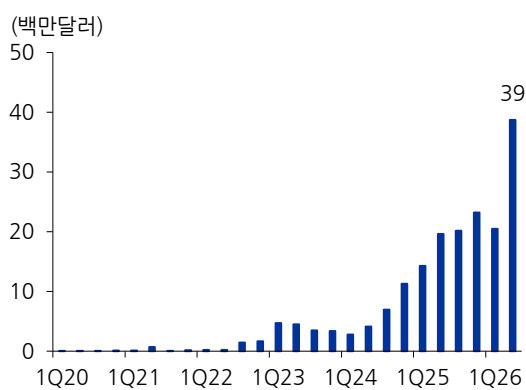
주: HS Code 3304.99.9000; 2026 년은 7 월 YTD 기준
자료: KITA, 유진투자증권

강릉시 필러/기타화장품 수출액 & 전사 수출 매출 비교



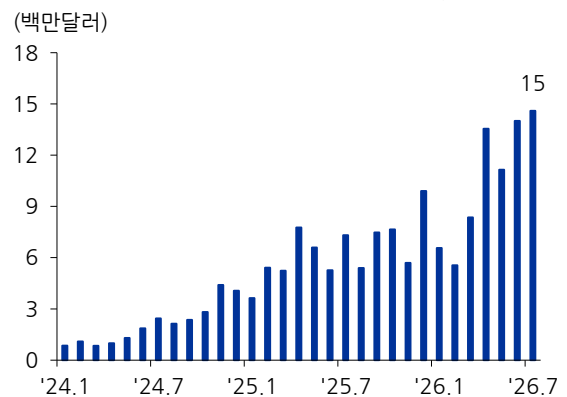
자료: KITA, 파마리서치, 유진투자증권 추정

강릉시 필러/기타화장품 분기별 수출액 추이



주: HS Code 3304.99.9000; 2026 년은 6 월까지 YTD 기준
자료: KITA, 유진투자증권

강릉시 필러/기타화장품 월별 수출액 추이



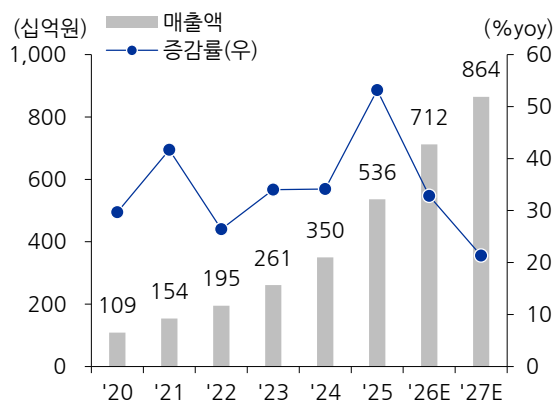
주: HS Code 3304.99.9000; 2026 년은 7 월 YTD 기준
자료: KITA, 유진투자증권

실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 7,123 억원(+33%yoy), 영업이익 2,799 억원(+31%yoy)을 전망한다. 외형 성장은 의료기기 수출과 화장품이 견인할 것으로 예상된다. 의료기기 수출은 대부분이 리쥬란 수출액으로, 아시아에서 높은 성장세가 지속되고 유럽 출시 첫해 약 200 억원에 가까운 매출액이 반영되며 1,246 억원(+41%yoy)을 기록할 전망이다. 화장품 수출은 미국을 비롯한 글로벌 유통 채널 확대와 리쥬란 브랜드 인지도 상승에 힘입어 2026 년 1,615 억원(+92%yoy)으로 고성장이 이어질 것이다. 화장품 사업부 내 수출 비중 또한 70%로 6%p yoy 증가하면서 실적 기여도가 높아질 전망이다.

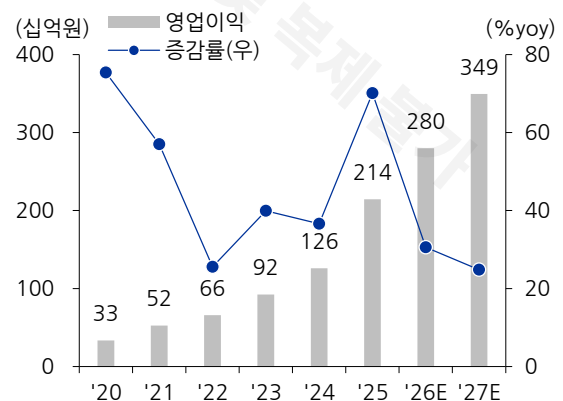
영업 레버리지 효과는 매출 확대에 따라 즉각적으로 나타나기 어려울 것으로 예상된다. 2026 년 영업이익률은 39.3%로 전년 대비 0.7%p 하락할 것으로 예상하나 2027년에는 매출액 8,644 억원(+21%yoy), 영업이익 3,494 억원(+25%yoy), 영업이익률 40.4%(+1.1%p yoy)로 수익성이 소폭 개선될 것으로 전망한다. 화장품 매출 확대에 연동된 지급수수료가 증가하는 가운데, 국내외 리쥬란 브랜드 인지도 제고와 신규 시장 확장을 위한 광고/마케팅 비용 집행이 지속될 예정이기 때문이다. 다만 이러한 비용은 해외 매출 확대와 브랜드 가치 제고를 위한 투자 성격이 강하다고 판단한다.

파마리서치 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 실적 추정표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	116.9	140.6	135.4	143.4	146.1	178.7	183.9	203.7	536.3	712.3	864.4
%yoy	56.5	69.2	51.8	39.1	25.0	27.1	35.8	42.1	53.2	32.8	21.3
사업부별											
의약품	17.2	20.4	21.9	22.9	21.4	18.4	20.8	23.1	82.4	83.7	93.8
의료기기	69.5	85.0	76.8	83.3	79.5	96.7	100.6	110.1	314.6	386.9	461.0
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	58.4	64.5	66.4	73.0	225.9	262.3	296.1
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	21.1	32.2	34.2	37.0	88.7	124.6	165.0
화장품	27.9	30.8	35.1	37.6	42.2	60.2	60.4	67.1	131.4	229.9	298.3
내수	10.7	11.3	13.2	12.0	15.3	16.6	17.5	19.0	47.2	68.4	77.6
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	26.9	43.6	42.9	48.1	84.2	161.5	220.8
기타	2.4	4.4	1.5	(1.0)	3.0	3.5	2.1	3.4	7.3	11.9	11.2
%yoy											
의약품	5.5	14.0	36.0	61.3	24.5	(9.8)	(5.1)	0.9	27.8	1.6	12.1
의료기기	81.0	97.7	51.5	35.4	14.5	13.7	31.0	32.1	62.5	23.0	19.2
내수	71.9	93.3	58.9	42.5	20.9	6.3	16.0	22.3	64.4	16.1	12.9
수출	105.8	109.5	33.3	20.4	(0.3)	32.5	74.6	57.0	57.8	40.5	32.4
화장품	57.6	54.8	106.5	64.9	51.1	95.4	72.2	78.4	69.8	74.9	29.8
내수	30.5	31.4	123.7	36.4	43.0	46.8	32.7	58.1	49.8	44.9	13.5
수출	81.1	72.6	97.3	82.9	56.1	123.5	96.0	88.0	83.4	91.8	36.7
% of sales											
의약품	14.7	14.5	16.2	16.0	14.7	10.3	11.3	11.3	15.4	11.7	10.9
의료기기	59.4	60.5	56.7	58.1	54.4	54.1	54.7	54.0	58.7	54.3	53.3
내수	41.3	43.2	42.2	41.6	40.0	36.1	36.1	35.9	42.1	36.8	34.3
수출	18.1	17.3	14.5	16.5	14.5	18.0	18.6	18.2	16.5	17.5	19.1
화장품	23.9	21.9	25.9	26.2	28.9	33.7	32.9	32.9	24.5	32.3	34.5
내수	9.2	8.0	9.7	8.4	10.5	9.3	9.5	9.3	8.8	9.6	9.0
수출	14.7	13.9	16.2	17.9	18.4	24.4	23.3	23.6	15.7	22.7	25.5
매출원가	31.5	33.4	26.3	33.9	33.2	41.2	42.3	48.7	125.1	165.4	200.7
매출총이익	85.5	107.2	109.1	109.4	112.9	137.6	141.5	154.9	411.2	546.9	663.7
%yoy	65.0	81.0	69.1	44.7	32.2	28.3	29.7	41.6	63.7	33.0	21.3
GPM%	73.1	76.2	80.6	76.3	77.3	77.0	77.0	76.1	76.7	76.8	76.8
판매관리비	40.7	51.3	47.3	57.5	55.6	71.1	66.6	73.7	196.8	267.0	314.3
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.9	57.3	66.5	74.9	81.2	214.4	279.9	349.4
%yoy	67.7	81.7	77.2	54.0	28.1	19.0	21.1	56.4	70.1	30.6	24.8
OPM%	38.3	39.7	45.7	36.2	39.2	37.2	40.8	39.9	40.0	39.3	40.4
지배순이익	36.2	47.4	49.0	32.6	47.6	56.6	57.7	64.7	165.1	226.5	280.2
%yoy	109.8	51.1	98.1	74.3	31.5	19.3	17.8	98.5	79.4	37.2	23.7
NPM%	30.9	33.7	36.2	22.7	32.6	31.7	31.4	31.7	30.8	31.8	32.4

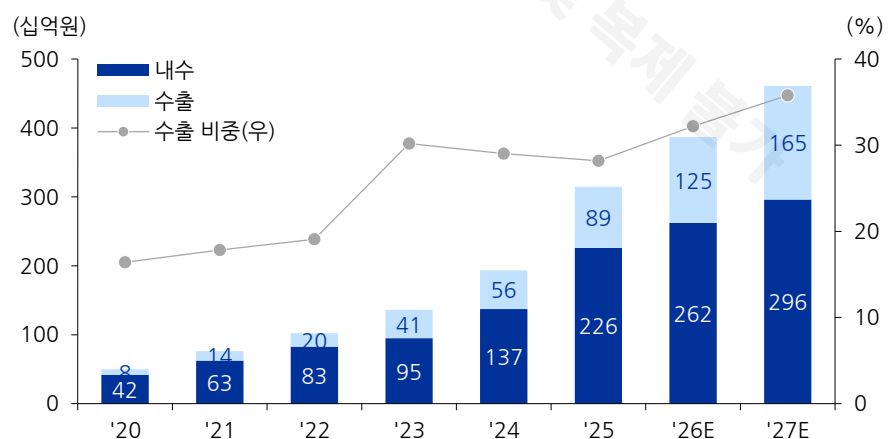
자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

투자포인트 1) 아시아를 넘어 유럽으로, 리쥬란 수출의 질적 확장

리쥬란은 아시아 중심의 수출 구조에서 유럽/중동/남미로 판매 지역을 넓히며 의료기기 사업의 해외 성장성을 한 단계 높일 전망이다. 의료기기 수출은 2025 년 887 억원에서 2026E 1,246 억원, 2027E 1,650 억원으로 증가하고, 의료기기 매출 내 수출 비중도 28%→32%→36%로 상승할 것으로 추정한다.

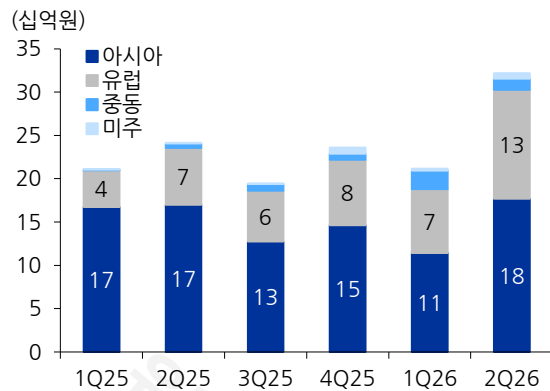
2026년에는 유럽 주요국 허가와 출시가 집중되는 가운데 중동/남미까지 진출 국가가 확대되고 있다. 특히 유럽은 예상보다 빠른 성과가 확인될 가능성이 높다. 파마리서치는 2024년 말에 리쥬란에 대해 유럽 CE MDR 의료기기 승인을 획득한 이후 2025년 8월에 프랑스 소재 미용의료 기업 비바시(VIVACY)와 5년 간 >880억 원 규모의 리쥬란 유럽 유통 계약을 체결했다. 비바시는 2026년 리쥬란을 정식 출시하여 적극적인 의료진 교육과 마케팅을 진행하고 있다. 파마리서치도 소비자 대상 마케팅 활동을 병행하고 있으며, 유럽 현지에서는 리쥬란 공급 물량이 충분하지 않아 프랑스/영국 등 주요 시장에 우선 배분되고 있는 것으로 파악된다. 한편 갈더마 역시 2026년 2분기 실적 발표 컨퍼런스 콜에서 폴리뉴클레오타이드(PN, 리쥬란 주성분)가 중장기적으로 피부 질 개선 영역에서 역할을 확대할 가능성을 언급한 만큼, 리쥬란이 글로벌 시장에서 독자적인 위치를 구축할 잠재력을 가지고 있다는 판단이다.

파마리서치의 의료기기 내수, 수출 매출액 추이 및 전망



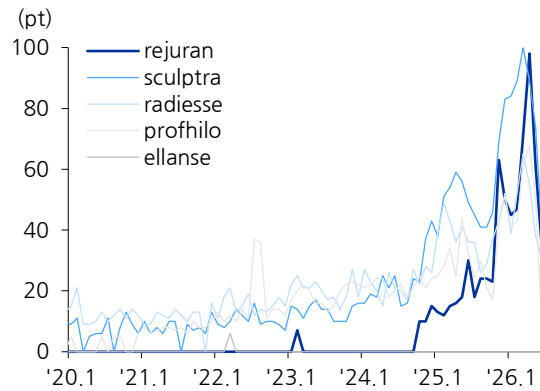
자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

파마리서치 의료기기 수출 국가별 분기 매출 추이



자료: 파마리서치, 유진투자증권

글로벌 스킨부스터 제품별 구글트렌드: 프랑스



자료: Google Trends, 유진투자증권

갈더마는 2026 년 2 분기 실적발표 질의응답에서, 미국 외 지역에서 PN(polynucleotides) 스킨부스터가 부상하고 있음을 언급. 향후 스킨 퀄리티 분야에서 역할이 확대될 가능성이 있다고 봄

Sophia Graeff Buhl-Nielsen | Analyst | 0:43:09

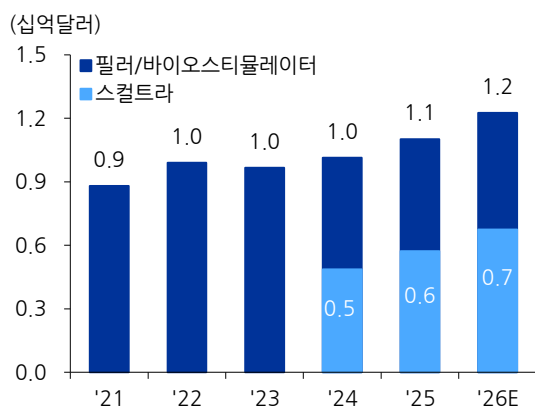
Good afternoon. Thanks for taking my question. Just on Sculptra and international, are you seeing any competitive impact from the use of **polynucleotides** ex-U.S., or are you seeing more complementary use in clinics? Is this an area where Galderma might consider BD, given the high growth of this market amongst smaller private players? Are there any other areas of high interest for some of this inorganic opportunities you are talking about? Thanks.

Flemming Ørnskov | CEO | 0:43:33

Well, Sophia, I have to compliment you because it's also some observations I'm making myself, that **polynucleotides** is starting to get a place in the aesthetic armamentarium. It seems to me that is nascent. I speak to a number of doctors that are using **polynucleotides**. Experience are mostly positive, but it's quite clear that along with skin quality, biostimulation, that they probably will play a role. We continue to observe that market. There are multiple players, as you know, and in Asia, there are even more players. We continue to watch the market and like anything that is so attractive by the aesthetics market, there's constantly new innovation and we of course, as a leader, have to continue to watch that innovation.

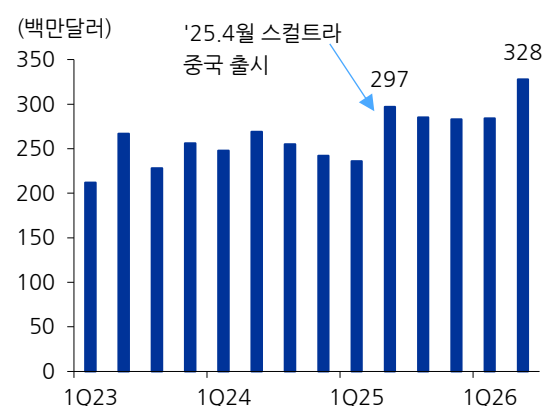
자료: 갈더마, 유진투자증권

갈더마 필러/바이오스티뮬레이터 부문 연간 매출액



주: '24-'26E 스컬트라 매출 비중을 각 48%, 53%, 56%로 추정; '26E 예상 실적은 블룸버그 컨센서스; 자료: Galderma, Bloomberg, 유진투자증권

갈더마 필러/바이오스티뮬레이터 부문 분기 매출액



자료: Galderma, Bloomberg, 유진투자증권

파마리서치 리쥔란(의료기기) 해외 품목허가 획득 현황(누적 52 개국)

Asia		Europe / Oceania				Middle East		America	
싱가포르	3Q17	우크라이나	2Q19	루마니아	1Q26	UAE	4Q24	칠레	1Q24
말레이시아	1Q18	벨라루스	2Q22	룩셈부르크	1Q26	이스라엘	3Q25	멕시코	2Q24
인도네시아	1Q19	리투아니아	2Q22	리투아니아	1Q26	사우디	1Q26	페루	2Q25
태국	3Q22	튀르키예	1Q23	몰타	1Q26	레바논	2Q26	콜롬비아	3Q26E
베트남	2Q23	호주	3Q23	벨기에	1Q26	이라크	3Q26E	아르헨티나	3Q26E
카자흐스탄	2Q23	뉴질랜드	4Q23	사이프러스	1Q26	쿠웨이트	3Q26E		
필리핀	2Q23	체코	3Q24	스위스	1Q26	이집트	4Q26E		
우즈베키스탄	2Q25	덴마크	4Q24	스페인	1Q26				
캄보디아	2Q26	스웨덴	4Q24	슬로베니아	1Q26				
		핀란드	4Q24	아일랜드	1Q26				
		노르웨이	4Q24	에스토니아	1Q26				
		불가리아	4Q24	오스트리아	1Q26				
		알바니아	4Q24	이탈리아	1Q26				
		영국	4Q25	크로아티아	1Q26				
		프랑스	4Q25	포르투갈	1Q26				
		그리스	1Q26	폴란드	1Q26				
		네덜란드	1Q26	슬로바키아	2Q26				
		독일	1Q26	헝가리	2Q26				
		라트비아	1Q26	러시아	3Q26E				

자료: 파마리서치, 유진투자증권

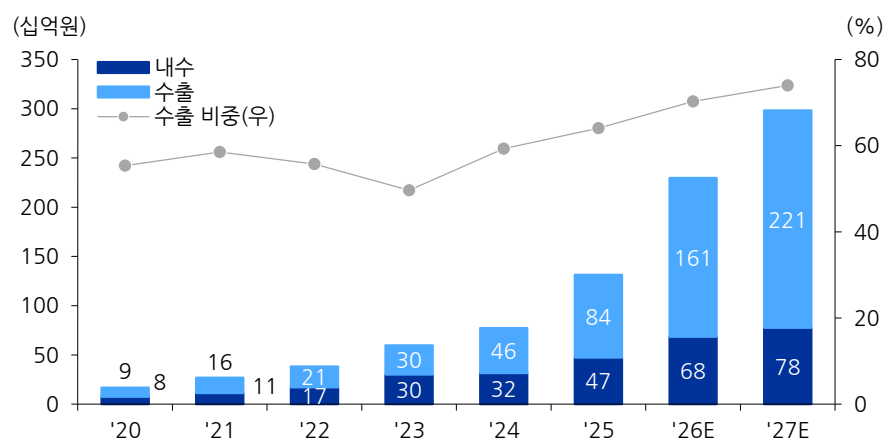
투자포인트 2) 시술에서 스킨케어로 확장되는 리쥬란 브랜드

화장품 사업부는 의료기기로 형성한 리쥬란 브랜드 인지도를 글로벌 스킨케어 시장으로 확장하며 새로운 성장축으로 자리 잡고 있다. 화장품 매출은 2026E 2,299 억원(+75%yoy)으로 증가하며 전사 매출의 32%까지 확대될 것으로 추정한다. 글로벌 시장에서 의료기기가 브랜드의 전문성과 신뢰도를 형성하고, 화장품이 온라인/리테일과 메드스파를 통해 소비자 접점을 넓히면서 두 사업이 서로의 인지도를 높이는 구조가 형성될 수 있다는 점에 주목한다.

파마리서치의 수출 화장품은 일반 소비자용 스킨케어와 메드스파 시술에 활용되는 도포용 리쥬란 에센스로 나뉘며, 두 영역 모두에서 성장이 확인되고 있다. 2025 년 2 월 미국 대형 메드스파 체인 LaserAway 와 파트너십을 체결한 이후, LaserAway 는 도포용 리쥬란 에센스와 마이크로니들링 장비를 결합한 피부 재생/회복 프로그램을 제공하고 있다. 최근에는 또 다른 메드스파 체인인 SkinSpirit 도 유사한 PDRN 기반 시술을 출시했다. 복수의 대형 메드스파가 PDRN 기반 프로그램을 도입하고 있다는 점에서 K-에스테틱의 영향력과 피부 질 개선에 대한 수요가 높아지고 있음을 알 수 있다.

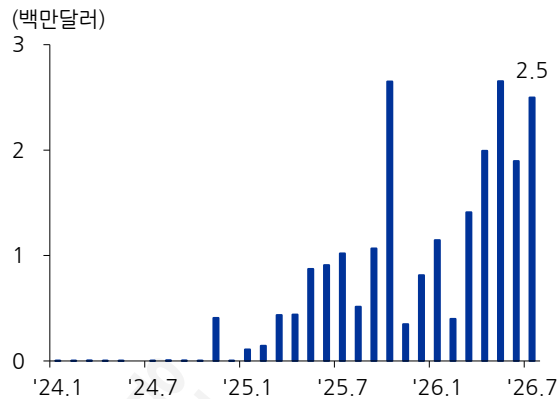
일반 소비자용 제품 역시 미국, 동남아를 중심으로 글로벌 주요 채널에서 판매가 확대되는 가운데 하반기에도 미국 오프라인 코스트코 입점 등 채널 확대가 지속될 예정이다. 화장품 사업부가 확대됨에 따라 의료기기 사업부와 시너지 효과도 높아질 것으로 전망된다. 의료기기 리쥬란은 시술을 통해 전문성·신뢰도를 형성하고 화장품 리쥬란은 일반 소비자와의 접점을 확대함으로써 의료기기-화장품 사용자 간 소비 확장에 직간접적으로 기여할 가능성이 높다고 판단한다.

파마리서치의 화장품 내수, 수출 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권 추정

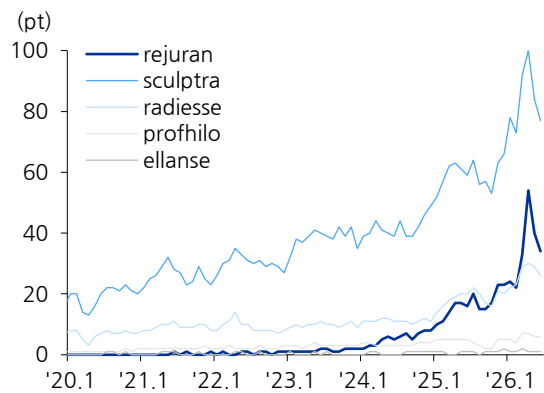
강릉시의 미국향 필러/기타화장품 월별 수출액



주: HS Code 3304.99.9000; 2026년 7월까지의 데이터

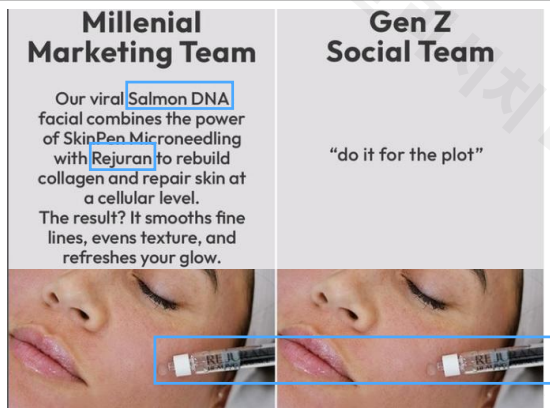
자료: KITA, 유진투자증권

주요 스킨부스터 브랜드별 구글트렌드: 미국 지역



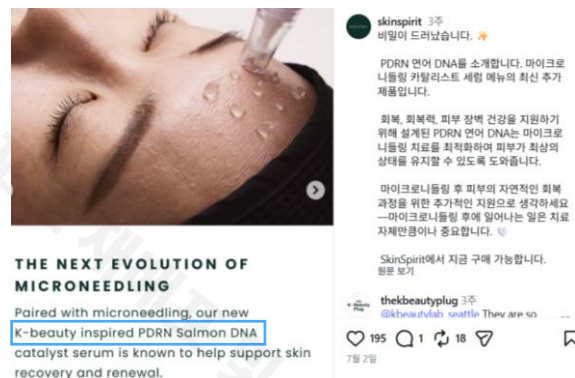
자료: 구글트렌드, 유진투자증권

미국 Laseraway의 리쥬란 에센스 활용 시술



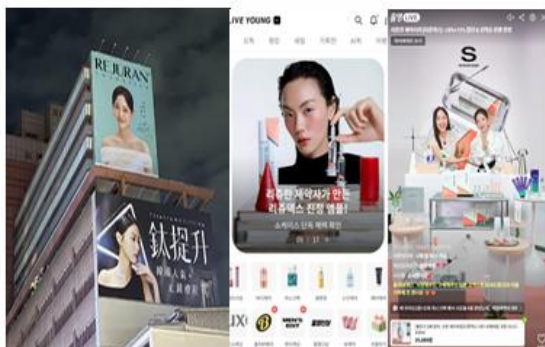
자료: Laseraway, 유진투자증권

미국 Skinspirit도 유사한 PDRN 시술 출시



자료: Skinspirit, 유진투자증권

2026년 2 분기에 진행한 리쥬란 화장품 주요 행사



자료: 파마리서치, 유진투자증권

● 코스메틱

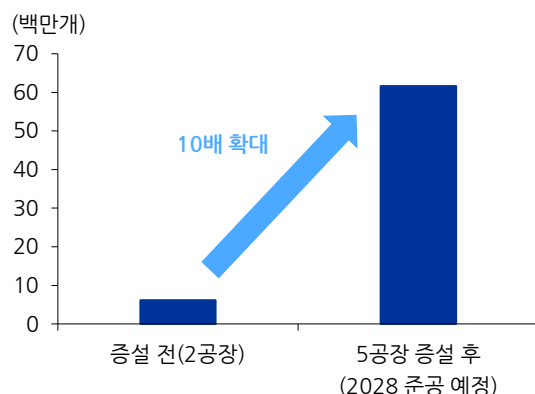
- 6월 [대만] 리쥬란 OOH 광고 진행
페이스북, 인스타그램 등 온라인 채널 및 핵심 상권 OOH 광고 개시
- 6.23 ~ 6.26 [미국] 아마존 Prime Day 성료
- 아마존 Prime Day 역대 최대 매출 기록
- 6월 [동남아] 쇼피(더블데이), 틱톡 우수셀러 획득
- 7.1 [국내] 리쥬덱스 신규 3종 런칭
- 올리브영 N성수 팝업운영, 런칭 쇼케이스&라이브

파마리서치는 빠르게 증가하는 화장품 수요에 대응하고 화장품 사업을 중장기 성장동력으로 육성하기 위해 자체 생산 인프라를 확대하고 있다. 파마리서치는 2025년 12월 강원도/강릉시와 1,002억원 규모의 투자협약을 체결하고 PDRN-PN 기반 의약품 및 의료기기 원료, 화장품 생산시설을 갖춘 제 5 공장 건설을 추진했으며, 2026년 5월 착공했다. 원료 생산시설은 2027년, 화장품 생산시설은 2028년 준공 예정이다. 완공 후 화장품 생산능력은 기존 대비 10배 이상 확대될 전망이다. 현재 복미 메드스파향 도포용 화장품을 제외한 상당수 화장품은 외주가공하고 있는 것으로 파악되는 만큼, 향후 자체 생산을 통해 생산 효율성 및 공급 안전성이 높아질 것으로 예상된다.

미국에서도 현지 생산체계 구축을 병행하고 있다. 파마리서치는 2026년 6월 30일 미국 캘리포니아 소재 화장품 OEM-ODM 업체 CG USA 인수 계약을 체결했다. CG USA는 포뮬러 개발부터 제조-충진-패키징-품질관리까지 수행할 수 있으며 FDA 등록 시설과 OTC 생산 인프라도 보유하고 있다. 기존에는 한국에서 만든 원료를 미국으로 보내 반제품을 생산한 뒤 다시 한국에서 충전해 미국으로 수출하는 복잡한 공정을 거쳤으나, 인수 이후에는 미국 내에서 완제품 생산까지 마칠 수 있어 수요 변화에 보다 신속하게 대응할 수 있을 전망이다. 다만 미국의 높은 인건비를 감안하면 원가율 개선 효과보다는 복미 수요 증가에 대응한 생산·공급 효율화와 현지 사업 확장 기반 확보에 더 큰 의미가 있다고 판단한다.

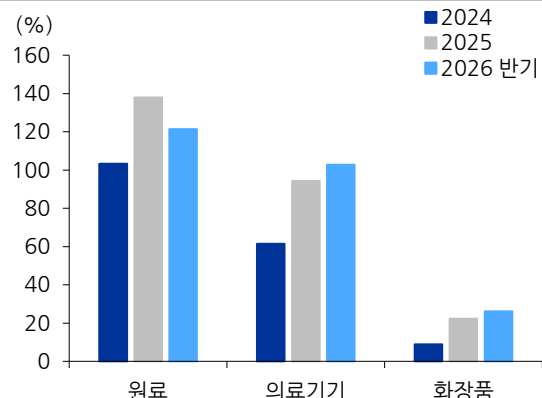
한편 주력 제품인 리쥬란 의료기기는 선제적인 증설을 통해 충분한 생산여력을 확보하고 있다. 2024년 제2공장 생산라인 증설을 통해 의료기기 완제품 생산능력을 연간 600만관에서 720만관으로 확대했으며, 2026년 상반기 기준 100% 이상의 가동률은 1교대(8시간*5일) 기준으로 산출되는 만큼 수요 증가에 대응할 수 있는 생산여력이 아직은 충분한 것으로 파악된다.

파마리서치 5 공장 증설 전후 화장품 CAPA 비교



자료: 파마리서치, 유진투자증권

파마리서치 품목별 가동률 추이(2 공장 기준)



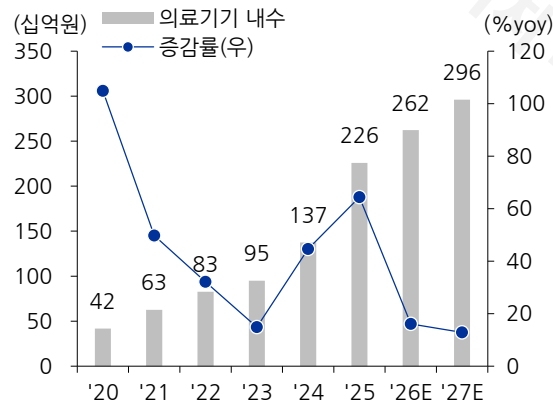
주: 가동률은 1교대(5일*8시간) 기준으로 산출됨

자료: 파마리서치, 유진투자증권

투자포인트 3) 의료관광이 뒷받침하는 국내 리쥔란 수요

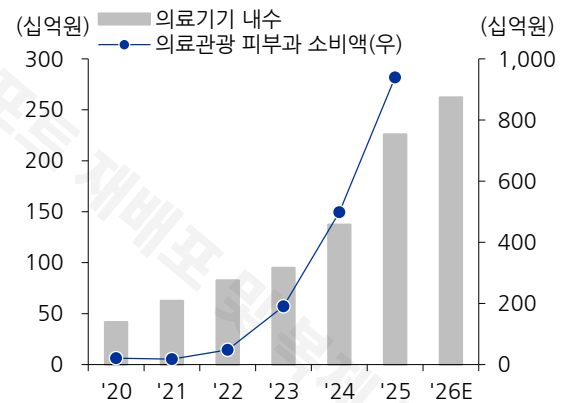
경쟁 제품 증가에도 국내 리쥔란 수요는 높은 브랜드 인지도와 반복 시술 수요, 의료관광 회복을 기반으로 견조한 성장을 이어갈 전망이다. 파마리서치의 의료기기 내수 매출액은 내국인 소비 외에도 의료관광 피부과 소비 확대의 수혜를 받아왔으며, 2026 년에도 2,623 억원으로 전년 대비 +16% 성장할 것으로 추정한다. 국내 의료관광객의 피부과 소비액은 2025 년 9,390 억원까지 증가했으며, 2026 년 상반기에는 결제건수 및 건당 소비액이 모두 상승하며 6,650 억원을 기록했다. ECM 등 신규 성분의 등장으로 개별 제품 간 경쟁은 심화될 수 있으나, 성분별로 기전 및 시술 목적이 달라 중장기적으로는 수요가 일대일로 대체되기 보다는 시장 저변을 확대할 가능성이 높다. 리쥔란은 국내 PN 스킨부스터 시장을 선도해온 브랜드로서 축적된 시술 경험과 높은 인지도를 보유하고 있어, 스킨부스터 제품이 다양화되는 과정에서도 견조한 수요를 유지할 것으로 판단한다.

파마리서치 의료기기 내수 매출액 추이 및 전망



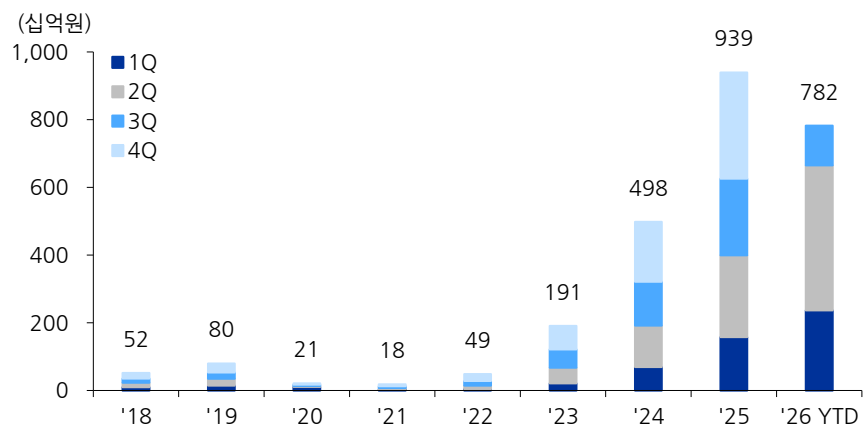
자료: 파마리서치, 유진투자증권

의료기기 내수 매출 & 관광객 피부과 소비액 비교



자료: 파마리서치, 한국관광공사, 유진투자증권 추정

의료관광 피부과 연간 소비액 추이



주: 2026 년은 7 월까지의 YTD 데이터

자료: 한국관광공사, 유진투자증권

투자 리스크

리스크 1) 유럽 초기 관심이 반복 수요로 이어지지 않을 가능성

리쥬란 해외 사업의 핵심 리스크는 유럽을 중심으로 초기 관심과 셀인이 실제 의료진 채택 및 반복 주문으로 이어지는 속도가 기대에 미치지 못하는 경우다. 글로벌 미용의료 시장에서 Skin Quality 와 PN 제품에 대한 관심이 높아지면서 Mastelli 의 Plinest 를 비롯해 기존 PN 제품과 한국 후발업체들의 해외 진출도 확대되고 있어 경쟁이 심화될 수 있다. 다만 PN 시장은 이미 존재해왔지만 최근 Skin Quality 에 대한 관심과 함께 본격적인 확장 국면에 진입하고 있어, 제품 수 증가가 단순 점유율 잠식보다는 카테고리 자체의 저변 확대에 기여할 가능성이 높다고 판단한다. 또한 파마리서치는 유럽 영업망을 보유한 VIVACY 를 통해 의료진 교육과 마케팅을 적극 진행하고 있으며, 아시아에서 리쥬란만큼의 인지도를 가진 브랜드는 없는 것으로 판단된다는 점에서 원활한 사업 확대가 가능할 것으로 전망한다.

리스크 2) 리쥬란 단일 브랜드에 대한 높은 의존도

의료기기와 화장품 모두 리쥬란 브랜드에 대한 의존도가 높다는 점은 중장기적인 사업 리스크가 될 수 있다. 현재는 의료기기 시술이 리쥬란의 전문성과 신뢰도를 높이고, 화장품은 일반 소비자와의 접점을 확대하면서 브랜드 간 시너지가 발생하고 있다. 반면 소비자 트렌드 변화로 PN·PDRN에 대한 관심이 둔화되거나 리쥬란 브랜드에 부정적인 이슈가 발생할 경우 그 영향이 의료기기와 화장품 사업에 동시에 전이될 가능성이 있다. 다만 PN 카테고리의 글로벌 인지도가 이제 본격적으로 높아지는 단계이고 리쥬란 역시 해외 확장 초기라는 점을 고려하면, 현재는 단일 브랜드 의존에 따른 리스크보다 리쥬란을 활용한 사업 확장의 효과가 더 크게 나타나는 구간이다.

리스크 3) 오버행 RCPS 117 만주

파마리서치는 2024 년 10 월 CVC 가 설립한 SPC Polish Company 를 대상으로 2,000억원 규모의 RCPS 117 만 5,647 주를 발행했다. 전환가액은 주당 170,119 원이며 2025 년 10 월 8 일부터 보통주 전환이 가능해 전량 전환 시 약 10% 수준의 잠재적인 희석 요인이 존재한다. 상환청구는 2027 년 10 월 8 일부터 가능하다. 다만 CVC 는 단순 재무적 투자자가 아니라 글로벌 사업 확대를 위한 전략적 파트너로 참여했으며, 실제 리쥬란의 유럽 파트너사 비바시 선정 과정 및 비바시와의 협력 과정에서도 주도적인 역할을 한 것으로 파악된다. 따라서 향후 보통주 전환 및 투자금 회수 여부는 오버행 요인으로 확인할 필요가 있으나, 투자 성격과 실제 사업 협력 관계를 감안하면 단기간 내 대규모 매도 가능성은 제한적이라고 판단한다.

파마리서치(214450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	856	1,044	1,225	1,454	1,722
유동자산	555	760	857	1,010	1,196
현금성자산	411	508	529	642	792
매출채권	43	52	88	112	129
재고자산	57	83	121	137	154
비유동자산	301	284	369	444	526
투자자산	120	78	101	111	123
유형자산	147	175	240	308	380
기타	33	31	28	25	23
부채총계	286	320	314	320	321
유동부채	83	110	97	105	111
매입채무	40	56	48	55	61
유동성이자부채	17	15	10	10	10
기타	26	39	40	40	40
비유동부채	203	210	217	215	210
비유동이자부채	197	203	211	208	205
기타	6	6	6	6	5
자본총계	569	724	911	1,135	1,401
지배지분	539	689	876	1,100	1,365
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	197	194	194	194	194
이익잉여금	343	492	678	901	1,167
기타	(6)	(2)	(1)	(1)	(1)
비지배지분	30	35	35	35	35
자본총계	569	724	911	1,135	1,401
총차입금	214	218	221	218	215
순차입금	(197)	(290)	(308)	(424)	(577)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	138	183	99	262	321
당기순이익	89	168	229	281	337
자산상각비	14	16	19	25	29
기타비현금성손익	47	50	(24)	(32)	(25)
운전자본증감	0	(25)	(134)	(33)	(30)
매출채권감소(증가)	(5)	(9)	(34)	(24)	(17)
재고자산감소(증가)	(12)	(26)	(36)	(16)	(18)
매입채무증가(감소)	16	11	(9)	8	6
기타	2	(0)	(55)	(1)	(1)
투자현금	(226)	(156)	(31)	(103)	(112)
단기투자자산감소	(174)	(96)	4	(6)	(11)
장기투자증권감소	2	14	0	(7)	(9)
설비투자	36	30	70	89	90
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(5)	(2)	(1)	(1)
재무현금	183	(15)	(51)	(60)	(72)
차입금증가	8	(3)	(7)	(3)	(3)
자본증가	(10)	(12)	(43)	(57)	(69)
배당금지급	10	12	43	57	69
현금 증감	98	10	20	99	137
기초현금	67	165	176	196	295
기말현금	165	176	196	295	432
Gross Cash flow	150	234	266	295	350
Gross Investment	51	85	170	131	130
Free Cash Flow	99	149	97	164	220

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	350	536	712	864	1,023
증가율(%)	34.1	53.2	32.8	21.3	18.4
매출원가	99	125	165	201	238
매출총이익	251	411	547	664	786
판매 및 일반관리비	125	197	267	314	362
기타영업손익	28	57	36	18	15
영업이익	126	214	280	349	423
증가율(%)	36.6	70.1	30.6	24.8	21.1
EBITDA	140	230	299	374	453
증가율(%)	34.0	64.8	29.8	25.1	21.0
영업외손익	(10)	2	24	19	21
이자수익	10	16	20	23	25
이자비용	5	10	11	9	9
지분법손익	6	(3)	3	3	2
기타영업외손익	(22)	(1)	12	2	2
세전순이익	116	217	304	368	444
증가율(%)	15.0	87.0	40.5	21.0	20.6
법인세비용	27	48	75	87	107
당기순이익	89	168	229	281	337
증가율(%)	15.1	89.2	36.0	23.0	19.6
지배주주지분	92	165	227	280	335
증가율(%)	20.2	79.4	37.2	23.7	19.6
비지배지분	(3)	3	2	1	1
EPS(원)	8,758	15,893	21,802	26,974	32,264
증가율(%)	18.1	81.5	37.2	23.7	19.6
수정EPS(원)	8,758	15,893	21,247	26,295	31,449
증가율(%)	18.1	81.5	33.7	23.8	19.6

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	8,758	15,893	21,802	26,974	32,264
BPS	46,161	59,603	75,747	95,079	118,063
DPS	1,100	3,700	4,900	6,000	7,200
밸류에이션(배, %)					
PER	30.0	25.4	19.5	15.8	13.2
PBR	5.7	6.8	5.6	4.5	3.6
EV/ EBITDA	18.3	16.9	13.8	10.7	8.5
배당수익률	0.4	0.9	1.2	1.4	1.7
PCR	20.5	19.9	18.5	16.7	14.1
수익성(%)					
영업이익률	36.0	40.0	39.3	40.4	41.4
EBITDA이익률	39.9	42.9	42.0	43.3	44.2
순이익률	25.4	31.4	32.1	32.6	32.9
ROE	18.9	26.9	28.9	28.4	27.2
ROIC	35.0	49.4	46.0	46.3	47.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(34.6)	(40.0)	(33.9)	(37.3)	(41.2)
유동비율	669.6	687.5	882.7	961.8	1,078.4
이자보상배율	27.2	20.6	26.3	39.6	48.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	9.1	11.4	10.2	8.6	8.5
재고자산회전율	6.5	7.7	7.0	6.7	7.0
매입채무회전율	11.8	11.1	13.7	16.8	17.6

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

(145020)

휴젤

의료기기 이다빈

6144/db23@eugenefn.com

글로벌 특신 기업으로의 도약

투자의견
목표주가
현재주가

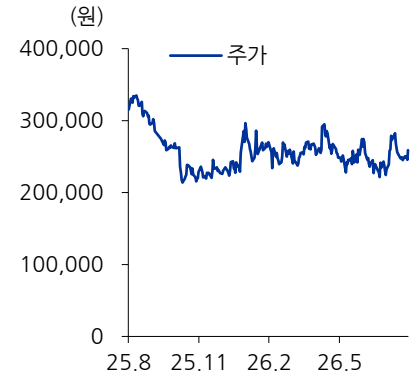
BUY(신규)
420,000 원(신규)
252,000 원(8/31)

“ 휴젤에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 42만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 Target PER 22배를 적용해 산출했다. Target PER은 미국 진출 기대감이 반영되기 시작한 2021년 이후 평균 12M Fwd PER로, 미국 직접판매를 본격화하는 만큼 과거 평균 수준의 멀티플은 적용되어야 한다고 판단한다. 현재 2027E PER은 14배에 불과하다. 미국 직판 2년 차인 2027년 매출액과 영업이익은 각각 6,613억원(+22%yoy), 2,783억원(+28%yoy)을 전망한다. 휴젤은 미국 직접판매를 통해 단순 특신 제조/수출 기업에서 현지 영업망과 의료진 네트워크를 보유한 글로벌 미용의료 기업으로 도약할 잠재력을 가졌다고 판단하여 업종 내 최선호주로 제시한다.

“ 투자포인트 1) 미국 직접판매로 자체 상업화 역량 구축 예정: 미국 직접판매 본격화는 휴젤이 현지 상업화 역량을 확보하는 전환점이 될 전망이다. 휴젤은 2025년 초 베네브를 통해 레티보를 출시한 데 이어 2026년 7월 말 직접판매를 개시하며 당초 예상보다 빠르게 자체 판매체계를 구축하고 있다. 휴젤의 미국 매출액은 2026E 637억원, 2027E 1,068억원, 2028E 2,093억원으로 고성장하고, 이에 따라 미국 시장 점유율도 2026E 5%, 2027E 7%, 2028E 9%까지 확대될 것으로 예상된다. 휴젤은 의료진에게 우호적인 가격 정책, 의료진 학술 교육 및 K-TOX 소비자 마케팅을 통해 제품 입점 이후 반복 주문을 확대할 계획이다. 2028년에는 미국 매출 대부분을 직접판매하고 시장 점유율 10% 확보를 목표로 하고 있다.

“ 투자포인트 2) 글로벌 주요 시장에서 확인되는 레티보 경쟁력: 미국 외 지역에서도 특신 수출이 2026년 1,796억원(+41%yoy)으로 고성장이 지속될 전망이다. 특히 중국에서는 1인 1바이알 선호에 따른 50유닛 수요 확대와 휴젤의 효율적인 생산 역량/파트너사 사후제약의 유통 경쟁력을 바탕으로 높은 성장세가 이어지고 있다. 경쟁사의 추가 용량 승인이 이어질 경우 경쟁 우위가 일부 약화될 수는 있다. 다만 중국/유럽/브라질 등 주요 지역에서 판매를 확대하면서 레티보의 품질과 브랜드 신뢰가 글로벌 시장에서 축적되고 있다는 점에 주목한다.

“ 주가 동향 및 향후 전망: 휴젤의 주가는 2025년 3분기 이후 21만~30만원의 박스권에 머무르고 있으나, 미국 직접판매 성과가 실적으로 확인되는 2027년부터 본격적인 주가 상승이 나타날 것으로 예상된다. 현재는 미국 직접판매를 시작하는 초기 단계로, 현지 시장 안착 여부와 이에 따른 성장성·수익성에 대한 불확실성이 주가에 반영되어 있는 것으로 판단한다. 다만 미국 특신 시장에서 중고가 제품의 점유율 확대가 예상되는 가운데, 휴젤은 미국·유럽·중국·브라질 등 주요 시장에 모두 진입하며 글로벌 상업화 경험을 축적해왔다. 이를 고려하면 휴젤이 미국에서도 점유율을 확대하며 실적 고성장을 확인할 가능성이 충분하다고 판단하며, 수출 데이터와 실적을 통해 미국 판매 성장을 확인하면서 주가 상승이 본격화될 것으로 기대한다.



시가총액(십억원)	3,154
발행주식수(천주)	12,515
52 주 최고	342,000 원
최저	208,500 원
52 주 일간 Beta	0.28
60 일 평균 거래대금	131 억원
외국인 지분율	56.7%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
Aphrodite Acquisition Holdings (외 1 인)	44.5%
자사주 (외 1 인)	12.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	8.4	-6.7	-20.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	420,000	-	신규
영업이익(26E)	217	-	신규
영업이익(27E)	278	-	신규

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	425	541	661
영업이익	201	217	278
세전순익	197	241	308
당기순이익	147	181	237
EPS(원)	11,449	14,265	18,700
증감률(%)	6.3	24.6	31.1
PER(배)	20.1	17.7	13.5
ROE(%)	16.1	16.7	18.2
PBR(배)	3.0	2.7	2.2
EV/EBITDA(배)	10.6	10.6	7.9

투자의견 및 목표주가

휴젤에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 420,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 Target PER 22 배를 적용하여 산출했다. Target PER 22 배는 FDA 승인 신청을 기점으로 미국 진출 기대감이 반영되기 시작한 2021년 이후 평균 12MFwdPER로, 2026년 하반기부터 미국 직접판매를 본격화하는 만큼 과거 평균 수준의 멀티플은 적용 받아야 한다고 판단한다.

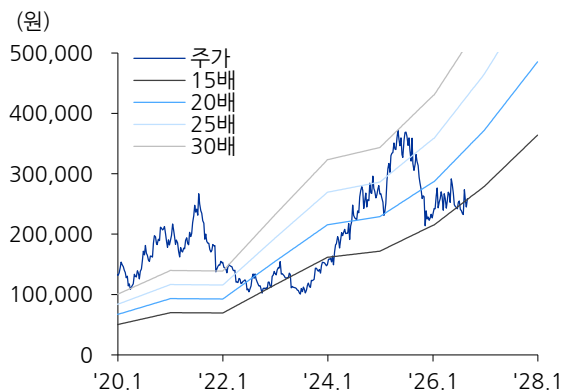
휴젤의 주가는 2025년 3분기 이후 21만~30만원의 박스권에 머무르고 있으나, 수출 데이터와 실적을 통해 미국 판매 성장을 확인할 2026년 말~2027년부터 본격적인 주가 상승이 나타날 것으로 예상한다. 아직은 미국 현지 시장 안착 여부와 이에 따른 성장성·수익성에 대한 불확실성이 주가에 반영되어 있는 것으로 분석된다. 다만 미국 통신 시장에서 중고가 제품의 점유율 확대가 예상되는 가운데, 휴젤은 미국·유럽·중국·브라질 등 주요 시장에 모두 진입하며 글로벌 상업화 경험을 축적해왔다. 이를 고려하면 휴젤이 미국에서도 점유율을 확대하며 실적 고성장을 확인할 가능성이 충분하다고 판단한다.

휴젤 밸류에이션

항목		단위	비고
지배순이익	230	십억원	2027E 기준
발행주식수	12,304	천주	총발행주식수-자사주 기준
EPS	18,700	원	2027E 기준
Target PER	22	배	2021년 이후 평균 12MFwdPER인 22 배를 적용
목표 시가총액	5,131	십억원	-
목표 주가	420,000	원	-

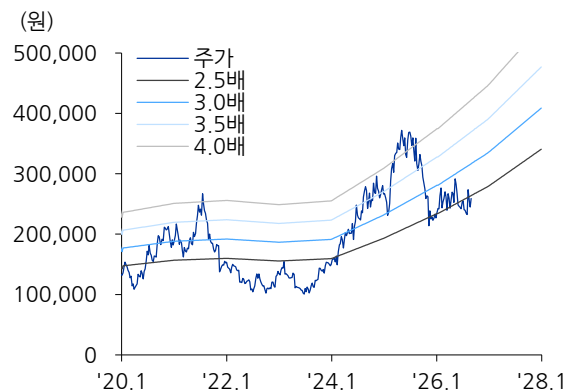
자료: 유진투자증권 추정

휴젤 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 유진투자증권

휴젤 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

휴젤 시가총액 추이 및 주요 이벤트



주: 예상 실적은 당사 추정치

자료: 휴젤, Quantivise, 유진투자증권

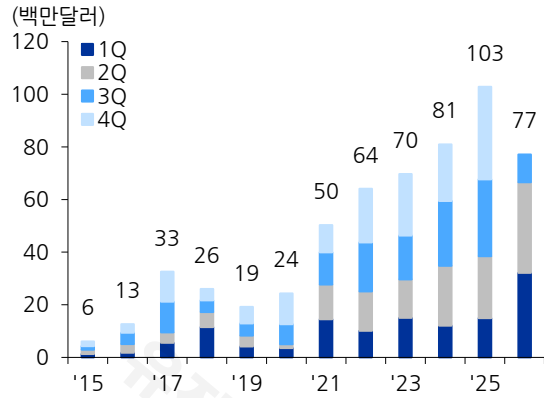
글로벌 미용의료 기업 피어 테이블

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		특신			스킨부스터		EBD			
항목 기업명		휴젤	대웅제약	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		3,154	1,472	503	4,426	1,432	2,208	451	\$50.2B	\$0.6B
YTD 주가 수익률		9%	-26%	-43%	6%	-13%	-38%	-40%	7%	32%
매출액	2025	425	1,571	247	536	85	337	157	5,241	297
	2026E	538	1,666	268	695	162	441	189	6,378	330
	2027E	658	1,761	300	848	221	554	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	10%	8%	53%	19%	39%	36%	18%	12%
	2026E	27%	6%	8%	30%	89%	31%	20%	22%	11%
	2027E	22%	6%	12%	22%	37%	26%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	197	17	214	4	171	52	889	(38)
	2026E	219	231	30	271	37	194	48	1,356	9
	2027E	285	242	37	338	63	255	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	13%	7%	40%	5%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	41%	14%	11%	39%	23%	44%	25%	21%	3%
	2027E	43%	14%	12%	40%	28%	46%	26%	24%	8%
당기순이익 (지배)	2025	141	196	17	165	(138)	132	35	'25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	175	185	25	221	23	155	45	2,572	297
	2027E	224	182	37	271	55	200	41	49%	100%
PER	2025	20.3	10.2	56.3	28.4	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	17.4	7.5	20.8	20.9	57.9	13.6	9.2	44.1	-
	2027E	13.7	7.6	13.3	17.1	25.2	10.5	10.0	32.4	48.0

주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.8.31 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

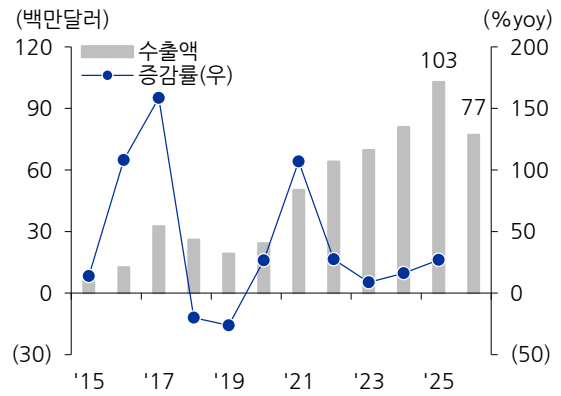
자료: Quantivise, Bloomberg, 유진투자증권

강원도 춘천시 보틀리눔 특신 연간 수출액 추이



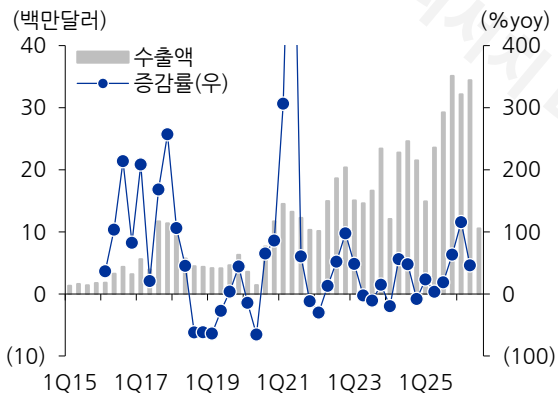
주: 2026 년은 7 월까지의 YTD 데이터
자료: KITA, 유진투자증권

강원도 춘천시 보틀리눔 특신 연간 수출액 추이



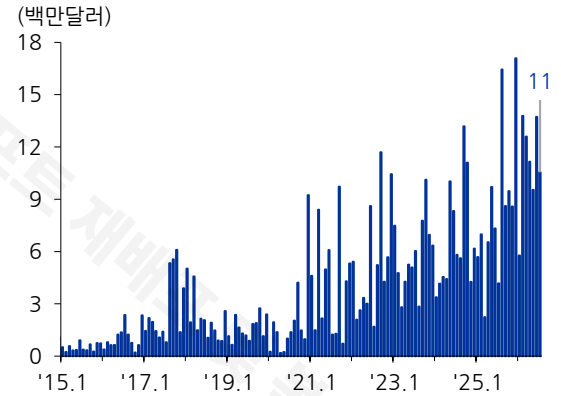
주: 2026 년은 7 월까지의 YTD 데이터
자료: KITA, 유진투자증권

강원도 춘천시 보틀리눔 특신 분기별 수출액 추이



주: 2026 년은 7 월까지의 YTD 데이터
자료: KITA, 유진투자증권

강원도 춘천시 보틀리눔 특신 월별 수출액 추이



주: 2026 년은 7 월까지의 YTD 데이터
자료: KITA, 유진투자증권

휴젤 실적 추정표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	89.8	110.3	105.9	119.1	116.6	137.9	139.8	147.0	425.1	541.3	661.3
%yoy	20.9	15.6	0.8	21.3	29.9	25.1	32.0	23.4	14.0	27.3	22.2
사업부별											
특신	40.7	61.2	60.2	71.6	65.4	84.0	84.7	90.4	233.8	324.6	410.6
수출	21.3	42.2	45.6	52.1	45.0	63.5	64.7	70.2	161.2	243.3	320.4
미국	0.0	10.1	9.2	14.7	6.3	9.4	22.9	25.2	34.0	63.7	106.8
내수	19.5	19.0	14.6	19.5	20.5	20.5	20.1	20.2	72.6	81.3	90.2
필러	34.4	34.1	30.2	30.9	32.1	34.1	33.7	34.4	129.7	134.2	143.1
수출	27.2	27.7	27.0	25.4	25.8	27.8	27.7	28.3	107.3	109.6	117.7
내수	7.2	6.4	3.2	5.5	6.3	6.3	6.0	6.1	22.4	24.6	25.4
화장품/기타	14.7	14.9	15.5	16.6	19.2	19.8	20.6	21.1	61.6	80.7	95.6
%yoy											
특신	18.8	20.0	(7.0)	34.5	60.6	37.2	40.8	26.2	15.0	38.8	26.5
수출	24.2	37.1	8.8	66.1	111.4	50.6	41.7	34.6	33.0	50.9	31.7
미국	-	-	(38.6)	-	-	(7.8)	150.0	71.4	127.9	87.4	67.5
내수	13.5	(6.0)	(36.1)	(10.8)	5.0	7.6	37.9	3.9	(11.6)	12.0	11.0
필러	17.7	(6.5)	1.1	(3.1)	(6.8)	(0.1)	11.3	11.1	1.7	3.5	6.6
수출	18.8	2.5	15.5	0.7	(5.2)	0.4	2.5	11.2	8.9	2.1	7.5
내수	13.4	(32.1)	(50.4)	(17.4)	(13.0)	(2.6)	85.0	10.7	(22.9)	10.0	3.0
화장품/기타	35.8	89.0	47.5	27.4	30.6	32.8	33.3	27.1	46.1	30.9	18.5
% of sales											
특신	45.4	55.5	56.8	60.1	56.1	60.9	60.6	61.5	55.0	60.0	62.1
수출	23.7	38.3	43.1	43.8	38.5	46.1	46.3	47.7	37.9	44.9	48.4
미국	0.0	9.2	8.7	12.3	5.4	6.8	16.4	17.1	8.0	11.8	16.1
내수	21.7	17.3	13.7	16.4	17.5	14.9	14.4	13.8	17.1	15.0	13.6
필러	38.3	30.9	28.5	26.0	27.5	24.7	24.1	23.4	30.5	24.8	21.6
수출	30.3	25.1	25.5	21.3	22.1	20.1	19.8	19.2	25.2	20.2	17.8
내수	8.0	5.8	3.1	4.6	5.4	4.6	4.3	4.2	5.3	4.6	3.8
화장품/기타	16.3	13.5	14.6	13.9	16.4	14.4	14.8	14.3	14.5	14.9	14.5
매출원가	20.8	23.6	24.2	23.0	26.6	32.1	30.3	31.2	91.6	120.2	143.5
매출총이익	69.0	86.6	81.7	96.2	90.1	105.8	109.5	115.8	333.5	421.2	517.8
%yoy	20.9	21.1	(1.4)	27.0	30.5	22.1	34.0	20.4	16.1	26.3	22.9
GPM %	76.8	78.6	77.1	80.7	77.2	76.7	78.3	78.8	78.4	77.8	78.3
판매관리비	30.1	30.0	34.3	38.4	42.5	49.7	53.2	58.4	132.6	203.8	239.5
영업이익	39.0	56.7	47.4	57.8	47.6	56.0	56.3	57.4	200.9	217.4	278.3
%yoy	62.6	33.6	(11.2)	24.5	22.3	(1.1)	18.8	(0.7)	20.8	8.2	28.0
OPM %	43.4	51.4	44.8	48.5	40.8	40.6	40.3	39.0	47.2	40.2	42.1
자배순이익	29.1	36.4	36.8	38.6	39.3	43.3	46.9	46.0	140.9	175.5	230.1
%yoy	39.6	4.7	(8.6)	(3.5)	35.1	19.0	27.4	19.4	3.7	24.6	31.1
NPM %	32.4	33.0	34.8	32.4	33.7	31.4	33.5	31.3	33.1	32.4	34.8

자료: 휴젤, 유진투자증권 추정

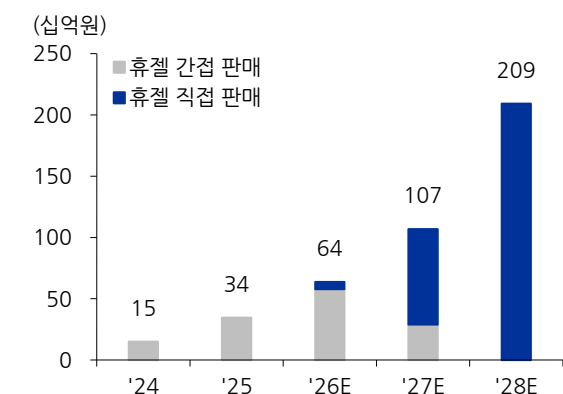
투자포인트 1) 미국 직접판매로 자체 상업화 역량 구축 예정

2026 년은 휴젤이 자체 판매조직을 가동하며 미국 내 고객 기반을 직접 확대하기 시작하는 첫해다. 2025 년 출시 1 년차에 파트너사 베네브를 통해 레티보의 초기 시장성을 확인했다면, 2026 년부터는 직접판매 비중을 점차 확대하면서 2028 년에는 직판 효과가 대부분 반영될 전망이다. 이 기간동안 휴젤이 인식하는 미국 매출액은 2026 년부터 2028 년까지 637 억원, 1,068 억원, 2,093 억원으로 고성장을 기대한다.

베네브(비상장)에 따르면 레티보는 2025 년 3 월 말 미국에 출시된 이후 11 개월 동안 누적 판매액 4,200 만달러를 기록했다. 월별 매출액으로 단순 계산 시 출시 첫 해 9 개월 간 약 3,400 만달러(약 480 억원)를 기록한 것으로 추정되며 이는 에볼루스의 2019 년 5 월 출시 첫해 매출액 약 3,500 만달러에 준하는 수준이다. 휴젤은 기존 제품들 대비 합리적인 가격으로 높은 품질의 특신을 제공하는 전략을 취하고 있으며, 출시 첫해의 실적을 통해 여전히 가격에 대한 미충족 수요가 높은 것이 확인됐다고 판단한다.

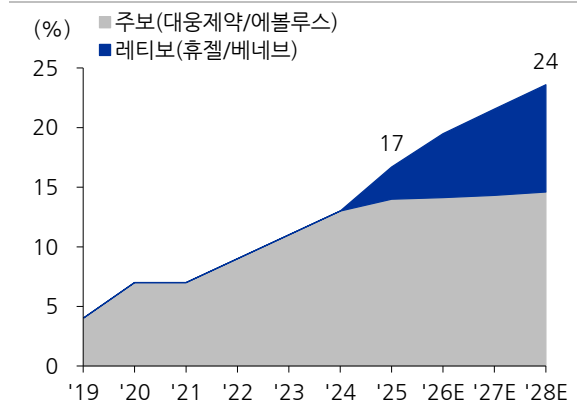
휴젤은 미용 적응증으로 FDA 승인을 받은 6 번째 제품으로서 가격경쟁력을 기반으로 시장에 침투하고 있다. 6 개 제품들은 기본적으로 대규모 임상을 거쳐 효능 및 안전성에 대해 FDA로부터 검증을 받았으므로 프리미엄 퀄리티임을 강조하지만, 그중 가격경쟁력으로 포지셔닝하는 제품은 주보와 레티보 뿐이다. 에볼루스가 출시 7 년 차인 2025 년에 미국 특신 시장 점유율 14%(수량 기준)를 달성한 점은 그만큼 시장 내 가격에 대한 수요가 크다는 것을 의미하므로, 휴젤의 레티보 또한 시장 침투 여력이 충분히 높다고 판단한다.

휴젤이 인식하는 미국 매출액 추이 및 전망



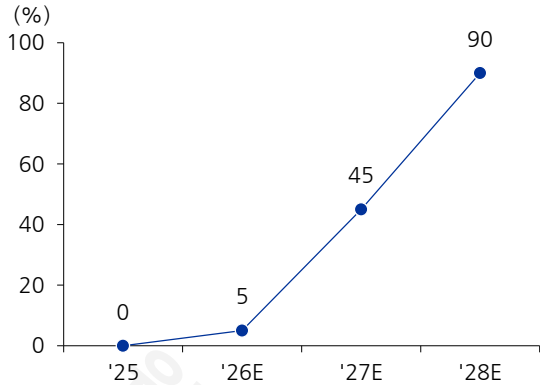
자료: 휴젤, 유진투자증권 추정

주보, 레티보 미국 점유율 추이 및 전망(수량기준)



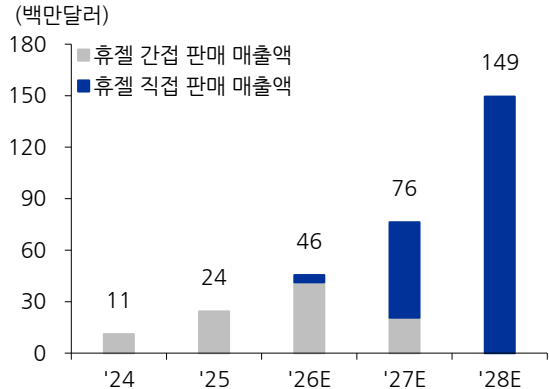
자료: 에볼루스, 휴젤, 유진투자증권 추정

휴젤 직접 판매 비중 가정(물량 기준)



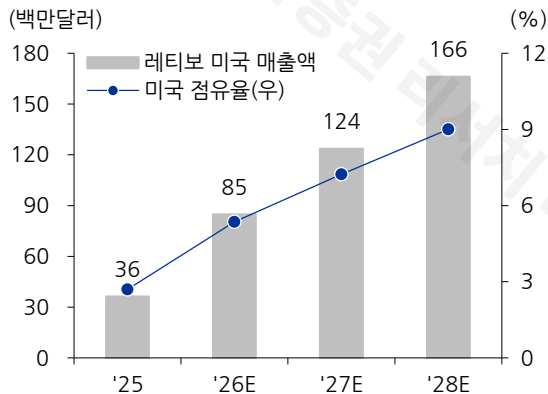
자료: 유진투자증권 추정

휴젤, 베네브(파트너사)의 레티보 미국 매출액 전망



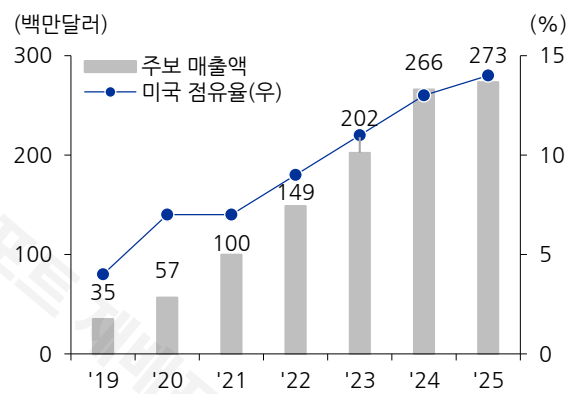
자료: 유진투자증권 추정

레티보 미국 매출액 및 점유율 추정



주: 레티보 미국 매출액은 베네브 판매액 + 휴젤 직접 판매액을 합산; 점유율은 물량 기준; 자료: 휴젤, 유진투자증권 추정

에볼루스 연간 매출액 및 시장점유율 추이



주: 점유율은 물량 기준; 자료: 에볼루스, 유진투자증권

FDA 승인 미용 보툴리눔 독신 제품별 특징 비교

항목	보톡스 코스메틱 Botox Cosmetic®	디스포트 Dysport®	제오민 Xeomin®	주보 Jeuneau®	덱사파이 Daxify®	레티보 Letybo®
판매사/제조사	애비비(엘라간)	갈더마/입센	멀츠	에볼루스/대웅제약	레반스	휴젤
FDA 승인 (미용)	2002	2009	2011	2019	2022	2024
활성 독소(성분명)	오나보툴리눔독신A	아보보툴리눔독신A	인코보툴리눔독신A	프라보툴리눔독신A	닥시보툴리눔독신A	레티보툴리눔독신A
보조 단백질 유무	O	O	X(순수독소)	O	펩타이드 안정제	O
효과발현 시점(Onset)	3-5일	2-4일	3-5일	3-5일	3-4일	3-5일
일반적 지속 기간(Duration)	3-4개월	3-4개월	3-4개월	3-4개월	4-6개월 (2-2.5배 용량일 때)	3-4개월
Botox 대비 용량 환산 비율*	1:1	2.5:3:1 (역가 단위 다름)	1:1	1:1	명확히 확립되지 않음	1:1
추정 ASP**	\$614(100U)	\$506(300U)	\$499(100U)	\$379~\$549(100U)	\$289(100U)	~\$430(100U)
핵심 차별점	브랜드 로열티, 최다 적응증	빠른 발현, 넓은 확산(large diffusion)	내성 우려X	BOTOX 유사성, 합리적 가격, 디지털 마케팅	장기지속형 펩타이드, 연2회	글로벌 트랙레코드, 합리적 가격

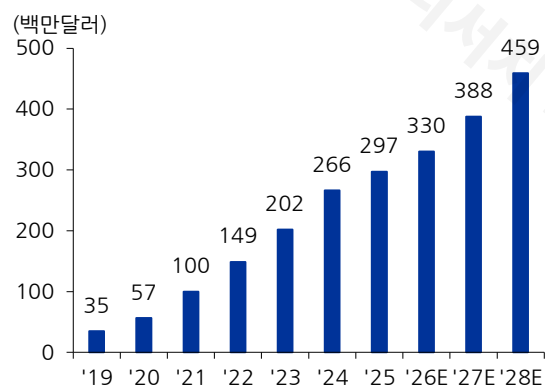
주 1: 보톡스 대비 용량 환산 비율(Conversion Ratio)은 보톡스 1 유닛과 유사한 임상 효과를 내기 위해 필요한 임상적 용량의 비율

주 2: 치료용 적응증을 보유한 제품 4 개는 미국 CMS 의 메디케어 B 약제 지급상한액 자료(2026.07) 기준으로 추정한 가격; 주보는 회사 자료; 레티보는 보톡스의 70~80% 가격으로 판매된다는 점을 반영; 자료: Aesthetic-Training.com, CMS, 각 사, 유진투자증권

에볼루스와 휴젤의 미국 독신 전략 비교

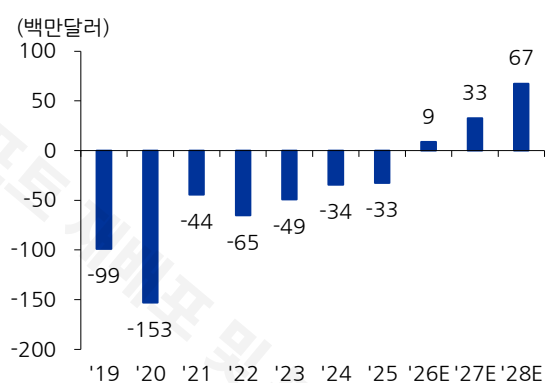
에볼루스의 전략은 미국 미용의료 소비층이 젊어지고 있다는 점, 직접 시술 브랜드를 인지하는 소비자군이 있다는 점에서 유효했다. 에볼루스는 밀레니얼 세대의 미용의료 침투율 상승에 주목해 DTC 마케팅, 소비자 리워드, 공동 브랜드 마케팅을 강화했고, 그 결과 주보는 2025년 미국 독신 시장에서 2억 7,300만 달러로 시장 점유율 14%(물량 기준)을 확보했다. 2019년 출시 초기부터 150명 가량의 영업인력을 대규모로 채용하고, 의료진 대상 영업 조직을 구축하는 것 외에도 마케팅 및 광고비용을 지속 투입했다. 2025년 영업비용(GAAP)은 2억 3천만 달러로 매출액 대비 77% 수준이다. 이는 소비자 인지도 형성, 리워드 제공, 의료진 대상 영업을 동시에 수행하는 B2C 중심 모델이 점유율 확대에는 효과적이지만, 흑자전환까지 상당한 매출 규모와 시간을 필요로 한다는 점을 시사한다.

에볼루스 연간 매출액 추이 및 전망



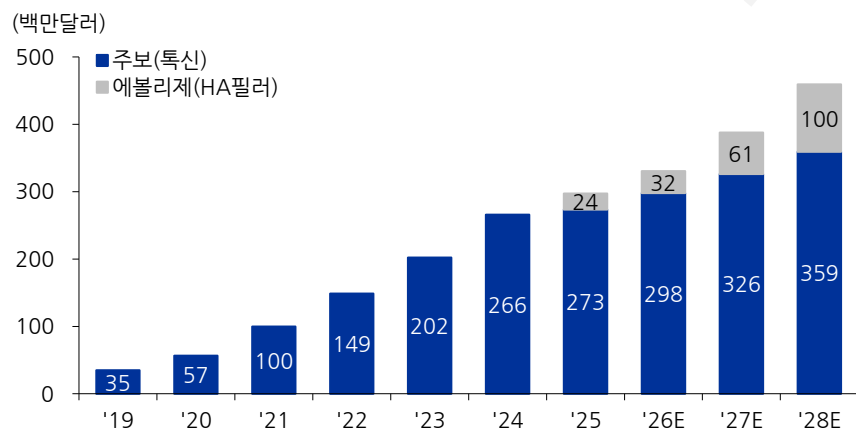
주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유진투자증권

에볼루스 연간 영업이익 추이 및 전망



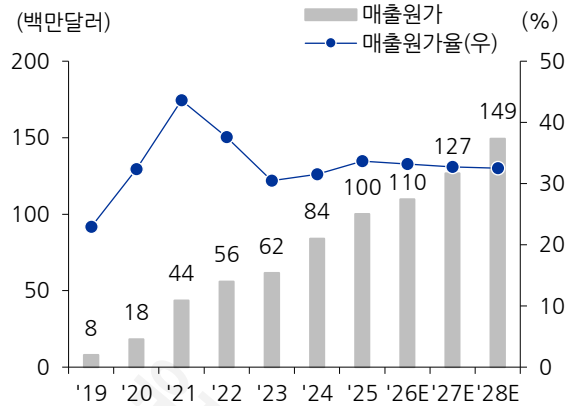
주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유진투자증권

에볼루스 제품별 매출액 추이 및 전망



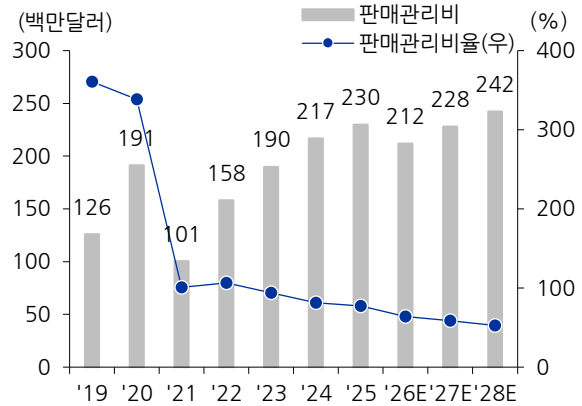
주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스 및 당사 추정
자료: Bloomberg, 유진투자증권

에볼루스 연간 매출원가 추이 및 전망



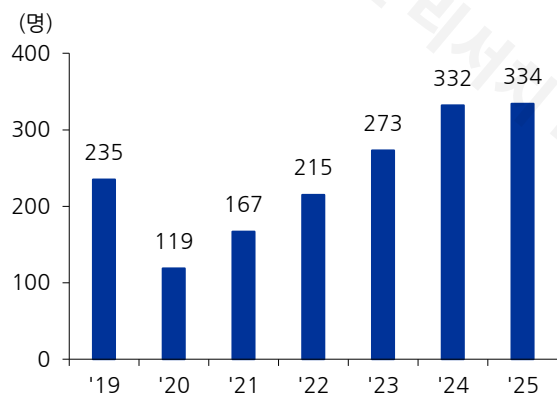
주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유진투자증권

에볼루스 연간 판매관리비(영업비용) 추이 및 전망



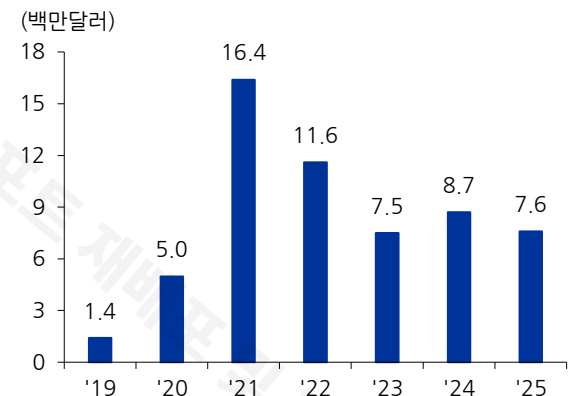
주: 예상 실적은 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유진투자증권

에볼루스 연간 전사 임직원 수 추이



자료: 에볼루스, 유진투자증권

에볼루스 연간 광고비 추이



자료: 에볼루스, 유진투자증권

휴젤의 미국 전략은 에볼루스와 달리 소비자 브랜드 인지도 구축보다 의료진의 채택 유인을 높이는 데 초점이 있다. 휴젤은 독신 제품 레티보를 글로벌 프리미엄 제품 대비 합리적 가격으로 공급하는데, 최종 소비자의 시술 가격에 직접 할인을 제공하기 보다는 의료진의 선택지를 넓히는 전략을 취하고 있다. 의료진은 가격 메리트를 환자에게 할인 형태로 전가해 신규 환자를 유입시킬 수도 있고, 기존 프리미엄 독신과 유사한 시술가를 유지하면서 마진을 확보할 수도 있다. 즉 휴젤의 가격 전략은 최종 소비자의 가격 부담 완화뿐 아니라 의료진의 수익성 개선으로도 연결될 수 있다. 이는 실제 구매 의사결정권을 가진 의료진에게 직접적인 채택 유인을 제공한다는 점에서 초기 침투율 확대에 유리한 구조다.

또한 휴젤은 베네브와의 파트너 판매와 자체 직접판매를 병행하는 하이브리드 모델을 활용한다. 베네브의 기존 영업망을 통해 초기 고객 접점을 확보하면서, 휴젤 직접판매 조직은 주요 계정과 고수익 계정을 중심으로 ASP 를 높이는 역할을 담당할 전망이다. 이는 미국 전역에 자체 영업망과 소비자 마케팅을 동시에 구축해야 했던 에볼루스 대비 초기 고정비 부담을 낮출 수 있는 방식이다. 휴젤은 미국 시장 점유율을 2028년 10%, 2030년 14%까지 확대하는 것을 목표로 제시하고 있다. 에볼루스와 유사한 수준의 시장 점유율을 확보하면서 낮은 마케팅 비용과 높은 ASP 확보가 병행된다면 미국 매출 확대와 수익성 개선이 동시에 가능할 것으로 기대된다.

에볼루스(주보®), 휴젤(레티보®)의 미국 독신 시장 침투 전략 비교

제품명	주보, Jeuveau®	레티보, Letybo®
제조사 판매사	대웅제약 제조 에볼루스 판매	휴젤 제조 휴젤베네브 판매
FDA 승인일, 출시일	2019.02 승인 2019.05 출시	2024.02 승인 2025.03 정식 상업화
출시 후 성과	주보 2019년(9개월) 매출액 \$35M(월매출 \$3.9M), 주보 2025년(출시 7년 차) 매출액 \$273M	베네브 통해 레티보 출시 후 13개월 간 매출액 \$50M(월매출 \$3.8M)
시장 침투 전략	소비자 중심(B2C): 밀레니얼 세대 타겟, 공격적 대중 마케팅 진행	의료진 중심(B2B): 부대 비용 최소화하고 의료진에 직접 현금 할인 제공
소비자 마케팅, 의료진 인센티브 방식	Evolus Rewards™(B2C, \$40 즉시 할인), EVOLUX®(B2B, 병원 구매 수량에 따라 적립 및 혜택 제공)	- 의료진 대상 직접 할인
출시 당시 주요 경영진	CEO David Moatazedi(엘러간 출신) CMO Michael Mazen Jafar(엘러간 출신)	CEO 문형진, 박철민 영업/마케팅은 베네브가 담당
현재 주요 경영진 (2026년 상반기 기준)	CEO David Moatazedi 영업 총괄 Kurt Knab(전 Medline(의료용품 기업) 영업부사장)	국내 CEO 장두현(전 보령 대표이사), 글로벌 CEO 캐리 스트롬(전 엘러간 에스테틱 부사장)

자료: 각 사, 유진투자증권

중장기 효과는 포트폴리오 확장 시 극대화

중장기적으로 미국 직판망 구축의 효과는 미국 시장에서 포트폴리오를 확대할 때 극대화될 전망이다. 직판 과정에서 확보하는 의료진 네트워크, 교육 프로그램, 고객 데이터와 물류 인프라는 향후 후속 제품을 도입할 때 활용되기 때문이다.

글로벌 미용의료 기업으로 성장하기 위해서는 레티보의 시장점유율 확대뿐 아니라, 레티보로 확보한 고객(의료진)에게 필러/스킨부스터 등 복수의 제품을 판매하며 계정당 매출을 높여야 한다. 포트폴리오를 확대할수록 영업인력의 생산성과 미국 직판망의 가치도 높아질 수 있다.

휴젤은 PLLA 성분의 도포형 스킨부스터 오펠렉스V를 2026-2027년 내 미국 시장에 출시하고 2032년에는 주사제형의 스킨부스터로 포트폴리오를 확대할 계획이다. 스킨부스터 주사제 또한 임상 및 FDA 승인 절차를 거쳐야 해 미국 시장 주사제 신제품 출시까지는 최소 5년 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 그때까지는 특신 판매 확대로 네트워크를 구축해두는 것이 중요하다. 또한 한국 문화에 대한 서구권 소비자들의 관심도가 더 높아지고 있는 만큼 K-미용의료의 정체성을 활용하는 전략이 유효할 수 있다고 판단한다.

기업별 카테고리별 FDA 승인 미용의료 포트폴리오 비교

카테고리 기업명		에브비(엘러간)	갈더마	멀츠	에볼루스	레반스	휴젤
주사제	보툴리눔 독신 (미용 승인연도)	보톡스(2002), TrenibotE(BLA 제출)	디스포트(2009), 렐피데스(BLA 제출)	제오민(2011)	주보(2019)	텍사파이(2022)	레티보(2024)
	HA 필러	주베덤	레스탈렌	벨로테로	에블리제	RHA	-
	바이오테일레이터/ 스킨부스터 (성분)	스킨바이브(HA)	스컬트라(PLLA)	래디어스(CaHA)	-	-	-
장비 (EBD, 지방분해, 피부관리 등)		쿨스컬프팅(냉동지방분 해)/ 다이아몬드글로우 (피부관리)	-	울쎃라 (HIFU 계열 EBD)	-	-	-

주: 파란색 글씨는 자체 개발(인수 이후 개발한 자산 포함), 하늘색은 M&A, 이외는 판권 도입으로 확보한 제품군

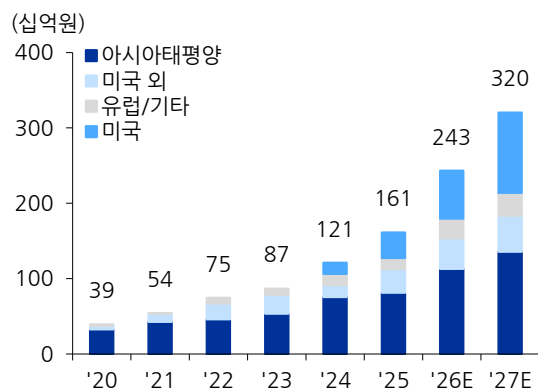
자료: 각 사, 유진투자증권

투자포인트 2) 주요 국가들에서 확인되는 레티보 경쟁력

휴젤은 중국, 유럽, 브라질 파트너사를 통해 글로벌 시장 내 침투율을 점진적으로 높여갈 전망이다. 미국 외 특신 수출 매출액은 2026 년 1,796 억원 (+41%yoy)으로 고성장할 전망으로, 국내 특신 기업들 중 가장 먼저 주요 국가들에 진출함으로써 안정적인 성장 기반을 확보하였다고 판단한다.

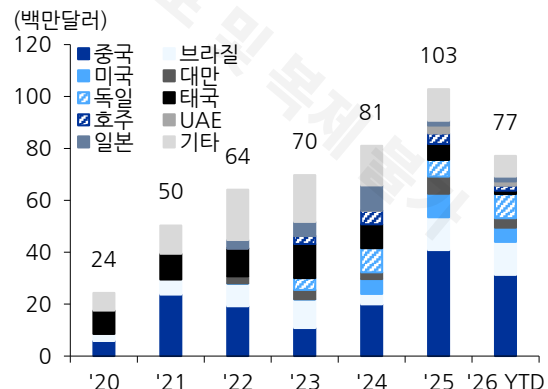
휴젤의 해외 성장 지속성은 단순한 가격 경쟁력이 아니라, 주요국에서 먼저 확보한 의료진 계정과 반복 사용 경험에 기반한다. 레티보는 프리미엄 오리지널 제품인 보톡스 대비 합리적인 가격을 제시하면서도 검증된 품질을 소구하는 중고가 포지셔닝으로, 프리미엄 제품과 저가 제품 사이의 수요를 흡수하면서 2020 년-2025년 수출 매출액이 연평균 33% 성장했다. 특히 특신은 단순 소비재가 아니라 의료진의 시술 경험, 희석/주입 방식, 환자 반응 데이터가 누적되는 의약품이기 때문에, 한 번 제품 신뢰가 형성된 이후에는 재주문이 반복적으로 발생한다. 따라서 휴젤은 주요국에서 축적한 의료진 신뢰와 파트너사의 현지 영업망을 기반으로 신규 계정 확대와 기존 계정 내 재주문 증가를 동시에 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

휴젤 지역별 특신 수출액 추이 및 전망



자료: 휴젤, 유진투자증권 추정

강원 춘천시 국가별 특신 연간 수출액 추이



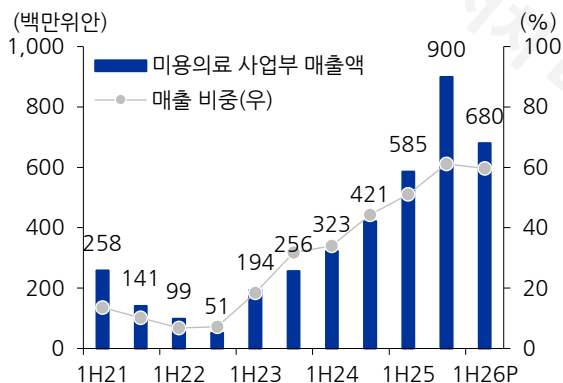
주: 2026 년은 7 월까지의 누적 수출액

자료: KITA, 유진투자증권

지역별 전략으로 침투율 확대 예상

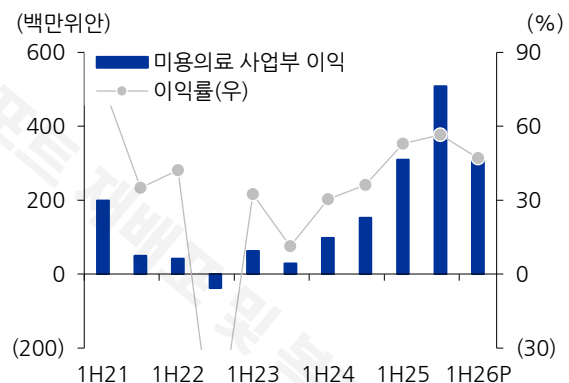
휴젤은 고성장 지역인 중국, 브라질에서 가파른 매출 성장을 보이고 있으며 유럽 시장 공략 또한 본격화할 예정이다. 중국에서는 사환제약을 통해 중국 시장 4 번째 보툴리눔 독신 제품으로 2020 년에 승인을 받아 2025 년 기준 20%까지 점유율을 확대했다. 중국 시장에서 환자 1명에게 1개의 바이알만 사용하도록 하는 정책으로 적은 용량인 50U 제품의 수요가 높아 2025 년 기준 50U 제품 중에서는 점유율 1 위인 것으로 파악된다. 파트너사인 사환제약은 기존 제네릭 사업의 성장 둔화에 대응해 에스테틱 사업을 핵심 성장축으로 육성하고 있다. 이에 따라 사환제약에게 레티보는 단순 도입 품목이 아니라 에스테틱 포트폴리오의 주력 제품으로서 판매/마케팅 자원이 집중될 가능성이 높다.

사환제약의 미용의료 사업부 반기 매출액 추이



자료: 사환제약(HKG:0460), 유진투자증권

사환제약의 미용의료 사업부 반기 이익 추이



자료: 사환제약(HKG:0460), 유진투자증권

사환제약의 미용의료 사업부 포트폴리오

구분	제품명	내용
독신	레티보(국내명 보툴렉스) 100U/50U	2014년 휴젤과 독점 유통 계약 체결, 2020년 승인 후 2021년 출시. 사환제약의 미용의료 사업 초기 핵심 제품
HA 필러	퍼스나카(국내명 더채움)	2014년 휴젤과 계약, 2022년 승인 후 2023년 출시
PLLA	Huijanzhen(回颜针)	2025년 출시. PLLA 주사제는 동안주사(童颜针)로 불림
PCL	Qingyan(轻颜)	2025년 출시. PCL 주사제는 소녀주사(少女针)로 불림
PLLA gel	Karlan(嘉乐妍)	2022년 출시한 자체개발 Class II 의료기기
Collagen	바이오발효 collagen filler	자체 개발 Class III 파이프라인으로 개발 중
RF microneedle	Sylfirm X	2024년 출시, 한국 비올로부터 중화권 독점 유통권 도입
Fat harvesting	LipVage	2021년 미국 Genesis 인수로 확보, 아직 출시 X
기타	PHA microsphere, 피부재생 드레싱 등	N/자체개발을 통해 확대 계획

자료: 사환제약, 유진투자증권

중남미 최대 미용의료 시장인 브라질에서는 2025년 9월 신규 파트너사인 더마드림이 레티보를 재출시하면서 판매가 빠르게 증가하고 있다. 2026년 5월까지의 휴젤 공장이 위치한 춘천 지역의 브라질 독신 수출액은 986만 달러로 이미 2025년의 80%를 기록했다. 기존 블라우와의 OEM 유통 구조에서는 휴젤 브랜드 인지도를 높이기 어려웠으나, 더마드림을 통해 레티보 브랜드로 출시함으로써 브랜드 노출과 의료진 접점을 확대하는 계기가 될 전망이다.

유럽에서는 오스트리아 소재 크로마파마를 통해 독일을 중심으로 사업을 전개해 왔다. 휴젤의 수출 매출액 중 유럽/기타 지역 비중은 약 9%로 높지 않았으나 2026년부터는 학회 및 관련 행사에서 의료진 대상 마케팅을 적극 진행하고 있다. 레티보는 글로벌 의료진 대상 마케팅에서 좁은 범위에 확산(narrow diffusion)되어 정밀한 시술이 가능하다는 것을 소구점으로 제시하고 있다. 이는 넓은 확산 범위를 장점으로 강조하는 디스포트와 다른 포지셔닝으로, 의료진에게 시술 부위와 목적에 따른 선택지를 제공한다는 점에서 유효한 마케팅 포인트가 될 수 있다.

휴젤 주요 지역별 진출 현황 및 전략

국가	파트너사	규제기관 승인일	주요 마일스톤 및 향후 전략
미국	베네브	2024년 2월	2026년 7월부터 직접판매 병행 중, 2028년에는 대부분 직판 예상 → 미국 점유율 10% 목표
중국	사환제약	2020년 10월	2025년 기준 중국 시장 점유율 >20% 기록. 사환제약이 기존 제네릭 중심에서 미용의료 사업을 신성장 동력으로 확대 중
유럽	크로마파마	2022년 1월(프랑스)	2025년 독신 수출 매출액 중 유럽 비중 9%(145억원)로 비교적 낮으나 2026년 메디컬 마케팅 기반으로 본격 공략 예정
브라질	더마드림	2017년 2월	2025년 9월 신규 파트너사를 통해 레티보 브랜드로 재출시(기존에는 OEM 방식). 2028년까지 점유율 20% 달성 목표
중동	메디카그룹	2025년 1월(UAE)	2025년 5월 UAE 출시. UAE 내 점유율 3위 목표

자료: 휴젤, 유진투자증권

휴젤은 레티보가 좁은 범위에 확산된다는 것을 마케팅 포인트로 활용



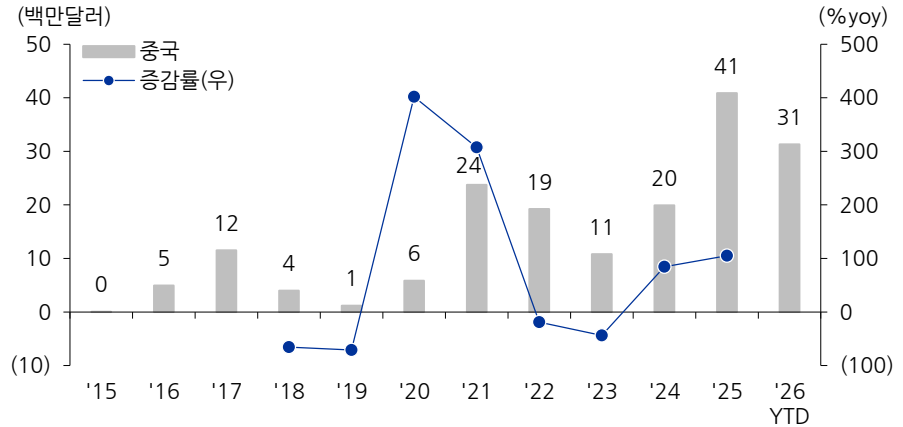
Fig. 2 Visible anhidrotic halos from three different subjects on day 43; a injected with letibotulinumtoxinA on the right and abobotulinumtoxinA on the left; b injected with

letibotulinumtoxinA on the left and onabotulinumtoxinA on the right; c injected with letibotulinumtoxinA on the left and abobotulinumtoxinA on the right

자료: Bennek, M., Rudowitz, D. & Kerscher, M. Diffusion Characteristics of LetibotulinumtoxinA, OnabotulinumtoxinA, and AbobotulinumtoxinA and its Impact on Muscle Relaxation: A Randomized Split-Face Clinical Trial, 유진투자증권

휴젤의 레티보는
2020년 10월
국내 특신 최초로
중국 NMPA 승인
획득, 2025년 중국
M/S >20% 확보
(파트너사 사환계약)

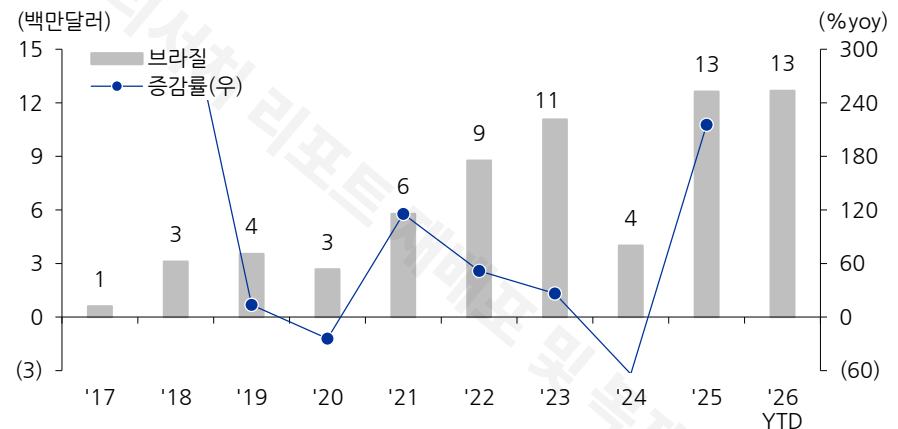
[강원 춘천시] 중국향 보툴리눔 독신 연간 수출액 추이



주: 2026년은 7월까지의 누적 금액; 자료: KITA, 유진투자증권

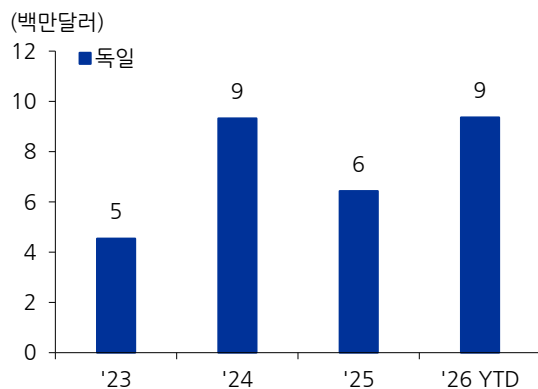
2017년 2월 브라질
승인, 파트너사 블라
우 통해 OEM 방식
으로 출시 → 2025
년 파트너사 변경 후
(더마드림) 레티보
브랜드로 재출시

[강원 춘천시] 브라질향 보툴리눔 독신 연간 수출액 추이



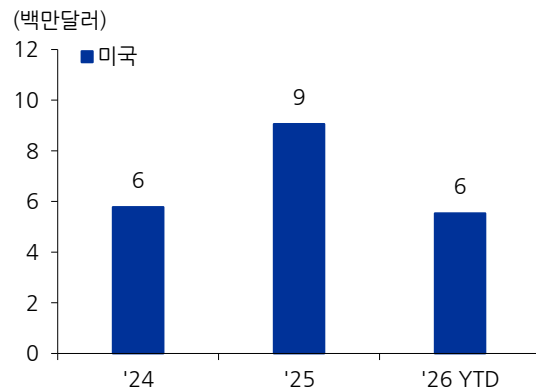
주: 2026년은 7월까지의 누적 금액; 자료: KITA, 유진투자증권

[강원 춘천시] 독일향 특신 연간 수출액 추이



주: 2026년은 7월까지의 누적 금액; 자료: KITA, 유진투자증권

[강원 춘천시] 미국향 특신 연간 수출액 추이



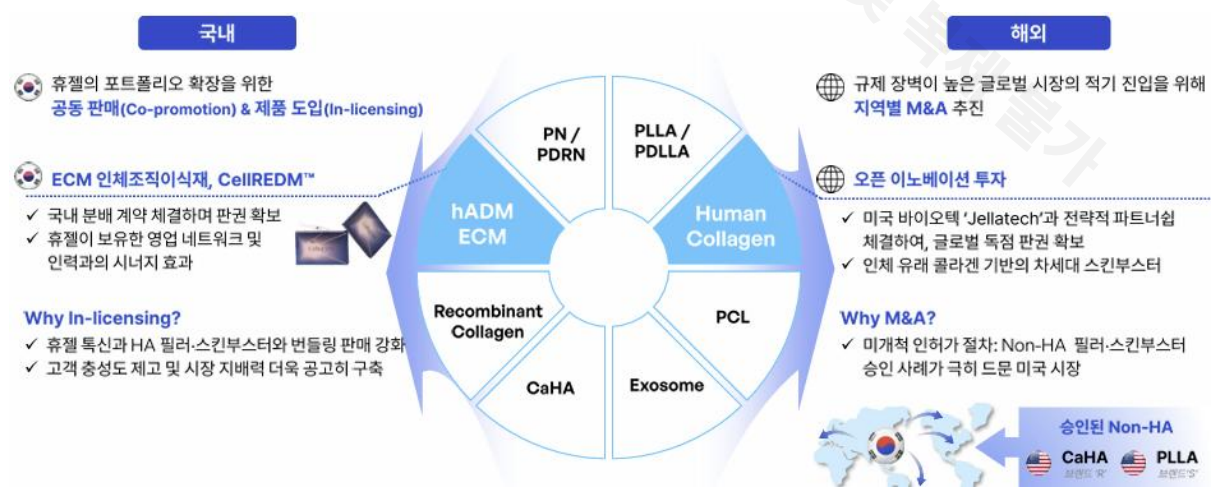
주: 2026년은 7월까지의 누적 금액; 자료: KITA, 유진투자증권

투자포인트 3) 스킨부스터를 통한 영업 효율성 확대

휴젤은 2026년 7월부터 한스바이오메드의 ECM 기반 스킨부스터 셀르디엠을 공동판매하고 있으며, 이외 다른 성분의 스킨부스터 도입 또한 적극 검토하고 있다. 휴젤의 스킨부스터 사업 전략은 단기적인 실적 기여 및 장기적인 사업 확대 가능성을 모두 확보한다는 점에서 매우 합리적이다. 단기적으로는 국내에서 셀르디엠 및 추가적인 스킨부스터 제품들의 판권 도입을 통해 변화가 빠른 국내 시장 수요에 즉시 대응하고, 국내 기존 영업망의 제품 침투율을 높일 전망이다. 중장기적으로는 글로벌 시장에서 독신 제품 레티보를 통해 계정 기반을 먼저 확보한 뒤 M&A 등을 통해 포트폴리오를 다변화하는 단계적 접근을 취하고 있다.

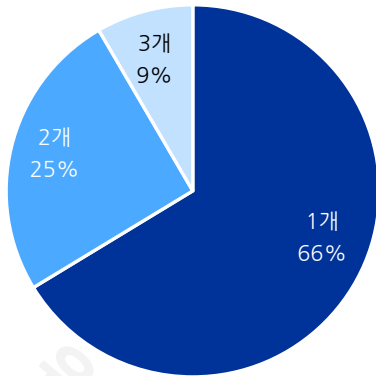
2027년 휴젤이 판매하는 ECM 스킨부스터 셀르디엠 매출액은 전사 매출의 약 2% 내외 수준을 예상한다. 2027년 연말까지 월 판매량을 2만개 수준으로 점진적으로 늘리는 것을 가정한 수치이다. 향후 판매가 확대될 경우 상품임에도 불구하고 원가율 증가보다는 기존 제품의 번들링 판매 효과가 더 클 것으로 예상된다. 셀르디엠의 판매를 통해 고마진의 기존 제품 판매를 늘리는 데 기여할 수 있으며, 기존 영업망을 활용하므로 추가 판관비 부담은 제한적이기 때문이다. 현재 휴젤의 국내 계정(병원 고객) 중 1개 제품만 사용하는 비중은 66%로, 휴젤은 스킨부스터 도입을 통해 국내 계정별 크로스셀링을 강화할 것으로 예상된다.

휴젤의 비유기적 성장 전략: 국내 스킨부스터 플랫폼 구축 → 글로벌 K-에스테틱 플랫폼으로 도약 목표



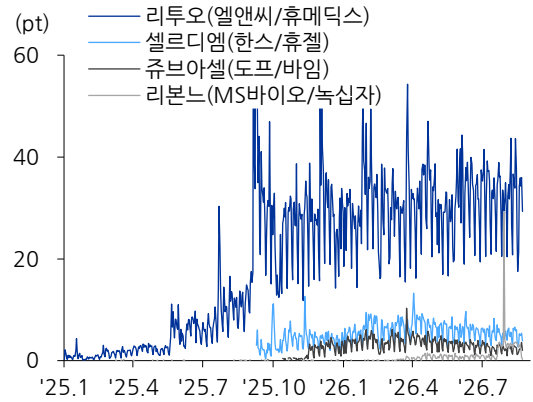
자료: 휴젤, 유진투자증권

휴젤 제품 사용 수별 거래 병원 비중



자료: 휴젤, 유진투자증권

주요 hADM ECM 스킨부스터 검색량 트렌드



주: 제품명(개발사/판매사); 그래프는 네이버에서 해당 검색어가 검색된 횟수를 각각 합산하여 조회기간 내 최대 검색량을 100 으로 설정하여 상대적인 변화를 나타냄

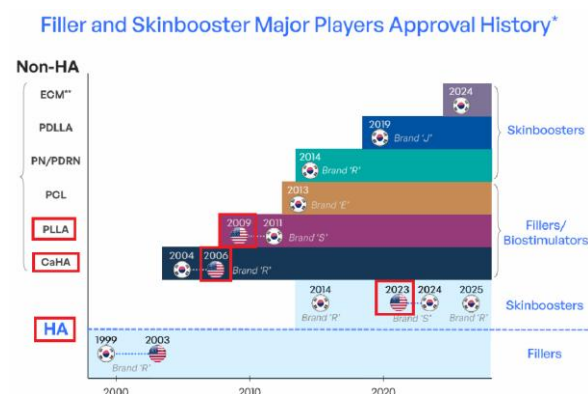
자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

스킨부스터로 확인할 미국 직판망의 확장성

휴젤의 글로벌 스킨부스터 전략에서 지켜보아야 할 부분은 2032 년 제품 출시 계획 자체보다는, 레티보로 확보할 미국 네트워크가 후속 제품 판매로 확장될 수 있는지 여부이다. 미국 스킨부스터 시장에서는 갈더마의 PLLA 기반 콜라겐 자극제 스컬트라®의 매출액이 고성장하며 주목받고 있지만 아직 미용 적응증으로 FDA 승인을 받은 주사제 의료기기 성분이 히알루론산(HA), PLLA, CaHA 로 매우 제한적이며 독립적인 시술 카테고리로서 충분히 성숙하지 않은 상태이다. 따라서 현 시점에서 휴젤이 주사제형 스킨부스터를 조기에 확정해 개발/인허가 비용을 선투입하기보다, 레티보를 통해 미국 계정 기반을 먼저 확보한 뒤 검증된 성분과 브랜드를 BD/M&A 로 확보하는 전략이 합리적이다.

휴젤은 미국 시장에서 특신 제품 레티보를 통해 직접판매 네트워크를 구축한 이후 스킨부스터로의 포트폴리오 확장으로 네트워크 확장성을 검증할 계획이다. 글로벌 스킨부스터 사업 로드맵에 따르면 2026~2027 년 화장품 및 전문가용 도포형 제품인 오퍼룩스 V(PLLA 성분)를 미국/캐나다 등에 우선 출시하고, 2032 년경 미국 주사제형 스킨부스터를 출시하는 것을 목표로 제시하고 있다. 이 전략이 성공적으로 실행되기 위해서는 레티보의 미국 계정 침투가 선행되고, 이후 내재화할 스킨부스터 제품이 FDA 허가 가능성, 특신과의 판매 시너지, 중장기적 수요를 입증해야 할 것으로 예상된다.

FDA, 식약처 승인을 받은 스킨부스터 성분 비교



자료: 휴젤, 유진투자증권

휴젤의 글로벌 스킨부스터 사업 로드맵

2026-2027	TOPICAL OTC / PROFESSIONALLY DISPENSED HUGEL SKIN BOOSTERS - For broad patient access - Daily maintenance
	PROFESSIONALLY ADMINISTERED HUGEL SKIN BOOSTERS - For in-office use - Coupled with procedures
2032	HUGEL INJECTABLE SKIN BOOSTERS - Physician-administered - High clinical impact

자료: 휴젤, 유진투자증권

투자 리스크

리스크 1) 미국 직접판매 성과 및 수익성 확보 지연 가능성

가장 큰 사업 리스크는 미국 직접판매 전환 이후 의료진 채택 속도와 수익성이 기대에 미치지 못하는 경우다. 휴젤은 미국에서 직접판매를 통해 유통마진을 내재화하고 장기적으로 수익성을 높이는 전략을 추진하고 있으나, 초기 영업 인력 확충과 의료진 교육, 메디컬 마케팅 과정에서 예상보다 비용 부담이 높아질 수 있다. 레티보를 도입하는 의료진과 병의원 수가 기대만큼 빠르게 늘지 않거나 재주문이 충분히 이어지지 않는다면, 미국 매출 확대 속도와 현지 법인의 흑자 전환 시점도 영향을 받게 된다. 또한 중장기적으로는 미국 미용의료 시장의 경쟁이 심화되면서 기존 대형 업체들이 다양한 제품 포트폴리오를 기반으로 할인과 인센티브를 강화할 경우, 아직까지 단일 특신 제품을 판매하는 휴젤로서는 신규 계정 확보와 기존 계정의 재주문 유지 모두에서 부담이 커질 가능성이 존재한다.

다만 단계적인 비용 집행과 의료진 에 우호적인 가격 전략을 통해 리스크 완화 예상

다만 휴젤은 초기부터 대규모 인력을 선제적으로 확보하기보다 영업 조직과 인프라를 단계적으로 확대해 고정비 부담을 관리하면서 미국 사업을 확장할 계획이다. 현재 경쟁사 대비 제품 포트폴리오가 제한적이기는 하나, 복잡한 번들링 판매보다는 투명하고 일관된 가격 정책을 통해 의료진에게 가격 경쟁력을 명확히 전달하는 방식으로 이를 보완할 전망이다. 특히 특신은 모든 미용의료 채널에서 가장 많이 시행되는 시술로 꼽히는 만큼, 의료진에게 우호적인 가격 정책은 제품 채택과 반복 구매를 유도하는 데 유효한 전략이 될 것으로 판단한다. 중장기적으로는 미국 내 제품 포트폴리오를 확대해 특신 단일 제품 판매를 넘어 종합 미용의료 업체로 입지를 구축하는 것이 중요할 것으로 판단한다.

리스크 2) 최대주주 컨소시엄의 지분 매각, 가능성

최대주주 컨소시엄의 지분 매각 여부는 중장기적으로 주가에 영향을 미칠 수 있는 변수다. CBC 그룹 등이 참여한 아프로디테 컨소시엄은 2022년 휴젤 지분 약 44%를 주당 28만원, 총 1.6조원 수준에 인수했다. 투자 기간이 길어질수록 시장에서는 엑시트 시점에 대한 우려가 지속적으로 부각될 수 있으며 주가가 큰 폭으로 상승할 경우 주가 부담으로 이어질 가능성도 존재한다. 다만 현재 주가는 인수가격 대비 낮은 상태이기 때문에 최대주주 컨소시엄이 휴젤의 기업가치를 높이는 데에 주력할 전망이다. 실제로 CBC 그룹은 휴젤의 미국 직접판매와 글로벌 사업 확대를 적극적으로 지원하고 있으며, 2026년 인수금융 만기도 2029년까지 연장한 만큼 단기간 내 매각 가능성은 높지 않을 전망이다. 매각에 대한 우려는 미국 사업의 성과가 가시화되고 글로벌 기업으로서 유의미한 수준으로 기업가치가 상승한 이후에 고민해도 늦지 않다는 판단이다.

휴젤(145020.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	939	1,077	1,289	1,529	1,823
유동자산	523	679	853	1,066	1,323
현금성자산	418	533	654	823	1,041
매출채권	52	80	117	146	173
재고자산	43	56	71	86	99
비유동자산	417	397	436	464	501
투자자산	70	59	65	74	84
유형자산	151	147	164	167	171
기타	196	191	207	223	246
부채총계	99	97	108	119	114
유동부채	61	93	105	116	111
매입채무	24	25	30	41	49
유동성이자부채	5	29	35	30	25
기타	31	39	40	45	37
비유동부채	38	4	3	3	3
비유동이자부채	35	1	1	1	1
기타	3	3	2	2	2
자본총계	841	980	1,181	1,411	1,709
자배지분	804	950	1,148	1,378	1,677
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	394	437	437	437	437
이익잉여금	1,071	1,160	1,335	1,565	1,864
기타	(668)	(653)	(631)	(631)	(631)
비자배지분	37	30	33	33	33
자본총계	841	980	1,181	1,411	1,709
총차입금	40	30	36	31	26
순차입금	(378)	(504)	(619)	(793)	(1,016)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	149	150	170	225	283
당기순이익	143	147	181	237	308
자산상각비	15	20	22	22	23
기타비현금성손익	33	65	23	(15)	(14)
운전자본증감	(19)	(44)	(43)	(28)	(39)
매출채권감소(증가)	(2)	(23)	(30)	(29)	(26)
재고자산감소(증가)	(9)	(16)	(12)	(14)	(13)
매입채무증가(감소)	(0)	2	5	11	8
기타	(8)	(6)	(6)	5	(8)
투자현금	42	(49)	(103)	(123)	(136)
단기투자자산감소	83	(19)	(56)	(73)	(76)
장기투자증권감소	(5)	0	(5)	(8)	(7)
설비투자	12	13	32	18	21
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(21)	(16)	(13)	(22)	(31)
재무현금	(172)	(22)	(2)	(5)	(5)
차입금증가	(2)	(2)	(2)	(5)	(5)
자본증가	(166)	5	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	24	80	67	97	142
기초현금	106	130	210	277	374
기말현금	130	210	277	374	516
Gross Cash flow	191	231	234	253	322
Gross Investment	60	73	89	78	99
Free Cash Flow	131	158	144	174	223

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	373	425	541	661	821
증가율(%)	16.7	14.0	27.3	22.2	24.2
매출원가	86	92	120	144	177
매출총이익	287	333	421	518	644
판매 및 일반관리비	121	133	204	240	278
기타영업손익	(6)	10	54	18	16
영업이익	166	201	217	278	366
증가율(%)	41.1	20.8	8.2	28.0	31.7
EBITDA	181	221	239	301	390
증가율(%)	37.7	21.7	8.3	25.8	29.7
영업외손익	(1)	(4)	24	30	33
이자수익	15	13	19	26	32
이자비용	1	1	1	1	1
지분법손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(14)	(16)	6	5	2
세전순이익	165	197	241	308	400
증가율(%)	23.9	19.1	22.6	27.7	29.8
법인세비용	22	50	60	71	92
당기순이익	143	147	181	237	308
증가율(%)	46.6	2.7	23.1	31.1	29.8
지배주주지분	136	141	176	230	299
증가율(%)	45.9	3.7	24.6	31.1	29.8
비지배지분	7	6	5	7	9
EPS(원)	10,775	11,449	14,265	18,700	24,267
증가율(%)	39.1	6.3	24.6	31.1	29.8
수정EPS(원)	10,775	11,449	14,265	18,700	24,267
증가율(%)	39.1	6.3	24.6	31.1	29.8

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	10,775	11,449	14,265	18,700	24,267
BPS	63,772	77,232	93,314	112,014	136,281
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	26.0	20.1	17.7	13.5	10.4
PBR	4.4	3.0	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	17.4	10.6	10.6	7.9	5.5
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	18.5	12.3	13.3	12.3	9.6
수익성(%)					
영업이익률	44.6	47.2	40.2	42.1	44.6
EBITDA이익률	48.6	51.9	44.1	45.5	47.4
순이익률	38.4	34.6	33.4	35.9	37.5
ROE	17.5	16.1	16.7	18.2	19.5
ROIC	35.5	33.2	32.3	37.7	45.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(44.9)	(51.4)	(52.4)	(56.2)	(59.4)
유동비율	856.1	730.1	812.7	922.1	1,193.9
이자보상배율	141.1	177.7	316.2	389.7	611.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	7.4	6.4	5.5	5.0	5.2
재고자산회전율	9.7	8.6	8.5	8.4	8.9
매입채무회전율	14.6	17.3	19.7	18.5	18.2

(290650)

엘앤씨바이오

의료기기 이다빈
6144/db23@eugenefn.com

국내 리투오를 이을 성장 전략에 주목할 시점

“ **주가 동향 및 향후 전망:** 엘앤씨바이오의 주가는 리투오의 국내 판매 고성장 기대에 힘입어 2025년 154% 상승했으나, 2026년에는 연초 대비 13% 하락했다(8/31 기준). 리투오 이후 성장동력에 대한 우려와 1,406억원 규모 유상증자 발표에 따른 부담이 반영된 것으로 판단한다. 다만 하반기에도 리투오의 고성장이 지속될 전망이다 만큼 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 향후 추가적인 주가 상승을 위해서는 미국 진출 전략 구체화와 지방 유래 ECM 등 후속 제품의 성장 가시성 확보가 필요하다.

“ **투자포인트 1) 리투오 출시 2년차 매출액 710억원 전망:** 리투오는 hADM ECM(무세포 인체 유래 진피 세포외기질) 성분의 스킨부스터로, 매출액이 2025년 약 72억원에서 2026E 710억원으로 증가하며 실적 성장을 견인할 전망이다(1Q26 81억원, 2Q26 147억원). 브랜드 선점 효과와 원재료 조달 역량을 고려하면 후발주자 진입 이후에도 선두 지위를 유지할 가능성이 높다. 연내 미국 진출을 추진 중이나 FDA 규제 경로의 불확실성이 높아 아직 투자자들의 기대는 크지 않다. 다만 국내 시장에서도 아직 출시 초기이며, 2027년 월 15~18만개 수준의 생산능력이 온기 반영되면서 국내 ECM 스킨부스터 시장 성장을 지속적으로 견인할 전망이다.

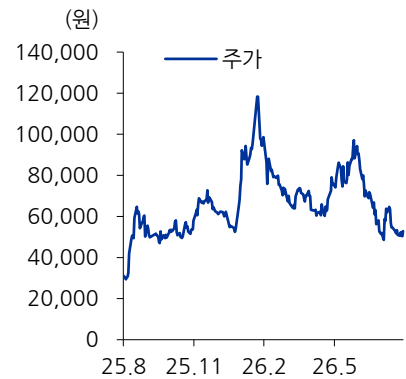
“ **투자포인트 2) 리투오 다음은 아디포 ECM:** 지방 유래 ECM 제품은 2027년 이후 리투오를 이을 차기 성장동력으로 기대된다. 안면 및 바디필러 시술에서 수요가 높을 것으로 예상되기 때문이다. 인체 지방 활용의 제도적 기반이 될 개정 폐기물관리법이 2027년 7월부터 시행될 전망이며, 엘앤씨는 인체조직 또는 의료기기 규제를 통해 이르면 2027년 내 상업화를 추진할 예정이다.

“ **2026년 영업이익률 22%로 대폭 개선:** 2026년 매출액과 영업이익은 각각 1,601억원(+87%yoy), 356억원(+706%yoy)을 전망한다. 고마진 리투오의 매출 비중이 2025년 8%에서 2026E 44%로 확대되며 동기간 영업이익률은 22%로 전년비 17%p 개선될 전망이다. 다만 순이익은 중국 쿤산 법인 관련 영업권 손상차손으로 변동성이 클 수 있다. 2025년 725억원의 손상차손을 반영했으며, 2026년 상반기 말 기준 잔여 영업권 1,239억원에는 추가 손상 가능성이 남아 있는 것으로 파악된다.

“ **유상증자는 중장기적 관점에서 불 필요:** 지난 7월 31일 공시한 1,406억원 규모 유상증자(예정 발행가 38,000원)는 기존 발행주식수 대비 13.7% 수준으로 단기적으로 주가에 부담이지만, 중장기 생산능력 확보를 위한 투자라는 점에서는 의미가 있다. 엘앤씨바이오는 시설자금 1,050억원을 투입해 2029년 하반기까지 동탄 신공장을 구축할 계획이며, 완공 시 전체 생산능력(수량 기준)은 리투오, 아디포 ECM을 포함하여 2026년 상반기 대비 약 4배 확대될 것으로 예상된다. 대규모 CAPA 확보 이후 이를 채울 수요가 필요한 만큼 글로벌 시장 진출 성과와 후속 제품 개발이 중장기 기업가치 상승의 핵심이 될 전망이다.

투자의견
목표주가
현재주가

NR(-)
NR(-)
53,100 원(8/31)



시가총액(십억원)	1,432
발행주식수(천주)	26,970
52 주 최고	125,000 원
최저	29,150 원
52 주 일간 Beta	0.54
60 일 평균 거래대금	234 억원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(26E)	0.1%
주주구성	
이환철 (외 10 인)	24.5%
나우아이비캐피탈 (외 2 인)	8.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	23	-46.1	71.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(26E)	-	-	-
영업이익(27E)	-	-	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A
매출액	66	72	85
영업이익	8	4	4
세전손익	63	140	-160
당기순이익	49	141	-138
EPS(원)	2,132	6,242	-5,613
증감률(%)	0.0	192.8	적전
PER(배)	136	39	-
ROE(%)	39.5	66.2	-57.7
PBR(배)	45	19	63
EV/EBITDA(배)	49.6	60.9	122.0

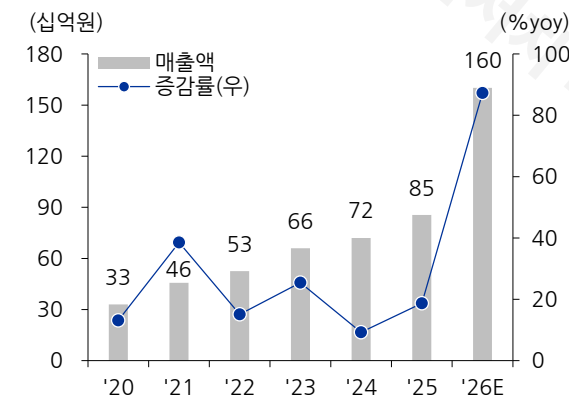
엘앤씨바이오 시가총액 추이 및 주요 이벤트



주: 예상 실적은 당사 추정치

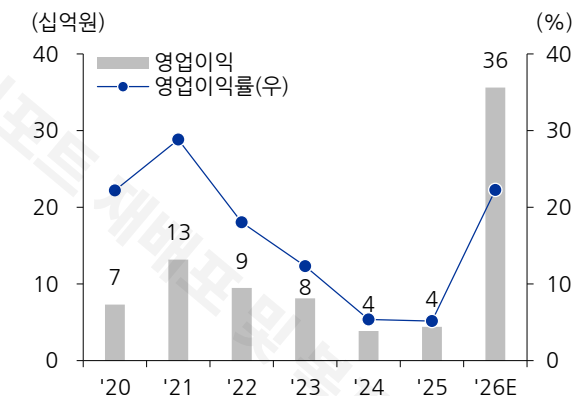
자료: Quantwise, 유진투자증권

엘앤씨바이오 연간 매출액 추이 및 전망(연결)



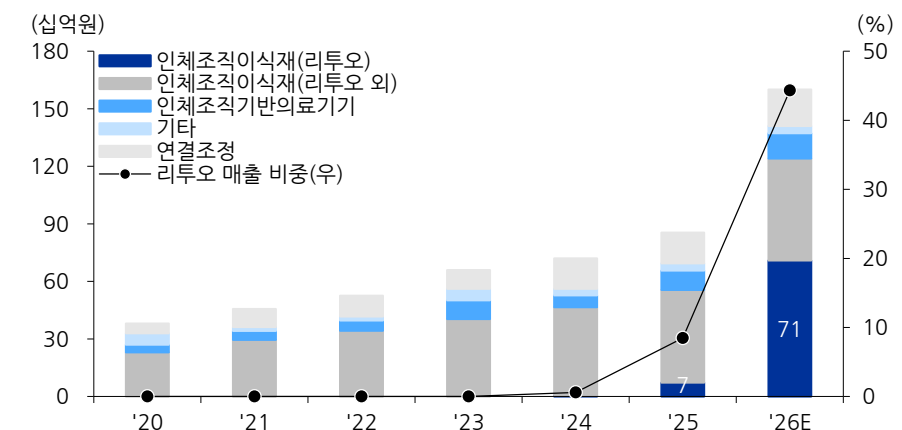
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권 추정

엘앤씨바이오 연간 영업이익 추이 및 전망(연결)



자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권 추정

엘앤씨바이오 사업부별 매출액 추이 및 전망(연결)



자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권 추정

글로벌 미용의료 기업 피어 테이블

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		보툴리눔 독신			스킨부스터		EBD			
항목\기업명		휴젤	대웅제약	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		3,154	1,472	503	4,426	1,432	2,208	451	\$50.2B	\$0.6B
YTD 주가 수익률		9%	-26%	-43%	6%	-13%	-38%	-40%	7%	32%
매출액	2025	425	1,571	247	536	85	337	157	5,241	297
	2026E	538	1,666	268	695	162	441	189	6,378	330
	2027E	658	1,761	300	848	221	554	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	10%	8%	53%	19%	39%	36%	18%	12%
	2026E	27%	6%	8%	30%	89%	31%	20%	22%	11%
	2027E	22%	6%	12%	22%	37%	26%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	197	17	214	4	171	52	889	(38)
	2026E	219	231	30	271	37	194	48	1,356	9
	2027E	285	242	37	338	63	255	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	13%	7%	40%	5%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	41%	14%	11%	39%	23%	44%	25%	21%	3%
	2027E	43%	14%	12%	40%	28%	46%	26%	24%	8%
당기순이익 (자배)	2025	141	196	17	165	(138)	132	35	25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	175	185	25	221	23	155	45	2,572	297
	2027E	224	182	37	271	55	200	41	49%	100%
PER	2025	20.3	10.2	56.3	28.4	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	17.4	7.5	20.8	20.9	57.9	13.6	9.2	44.1	-
	2027E	13.7	7.6	13.3	17.1	25.2	10.5	10.0	32.4	48.0

주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.08.31 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

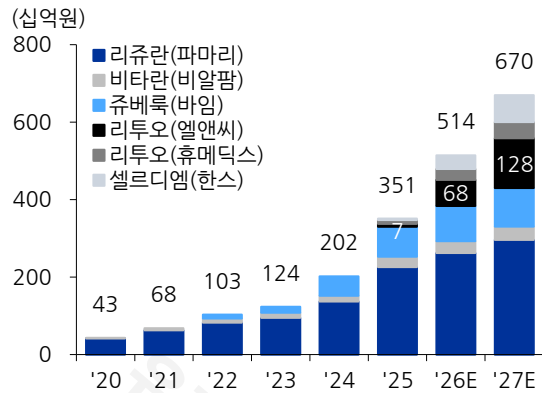
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유진투자증권

엘앤씨바이오 유무상증자 공시 주요 내용(최초 공시일 2026.07.31)

주요 항목	공시 내용
증자 방식	■ 주주배정 후 실권주 일반공모(대표주관사: 유진투자증권)
발행 신주	■ 보통주 3,700,000 주(증자 전 발행주식 26,969,704 주 대비 13.72%)
예정 발행가액	■ 주당 38,000 원(할인율 25% 적용, 추후 확정)
예정 조달금액	■ 총 1,406 억원
자금 사용처	■ 시설자금 1,050 억원: 경기 화성시 동탄 스마트 생산/R&D 센터 건립(~2029년 준공)
	■ 운영자금 206 억원: 원재료 인체조직 매입에 활용
	■ 채무상환자금 150 억원: 제 3 회 전환사채 매도청구 금액 150 억원 상환
납입일·신주 상장	■ 납입일 2026.10.22
	■ 신주 상장 예정일 2026.11.03
주주 배정	■ 우리사주 74,000 주(2%)
	■ 구주주 3,626,000 주(98%)
최대주주 참여	■ 이환철 대표가 배정 물량의 약 50% 청약 예정(보유주식 826,276 주 매각 계획)
	■ 최대주주 지분율 기존 23.45% → 유상증자 및 구주매각 후 약 19.33% 예상
무상증자	■ 유상증자 후 1 주당 신주 1 주 배정(기준일 2026.10.27, 상장 예정일 2026.11.11)

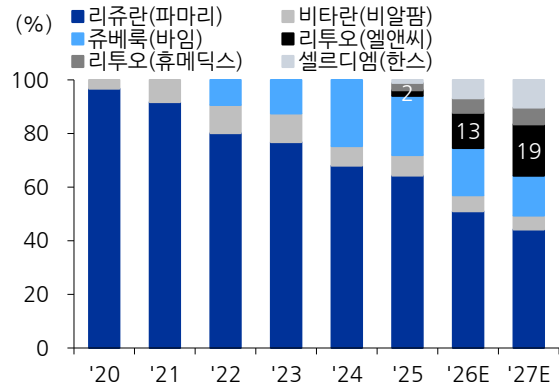
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

국내 스킨부스터 시장 규모 추이 및 전망



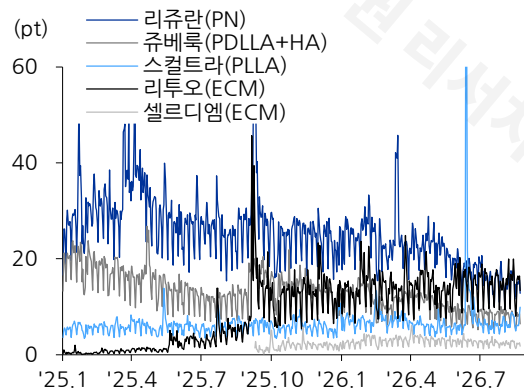
주: 각 제품의 국내 (예상)매출액 합산; 자료: 각 사, 유진투자증권 추정

국내 스킨부스터 시장 점유율 추이 및 전망



주: 각 제품의 국내 (예상)매출액 합산; 자료: 각 사, 유진투자증권 추정

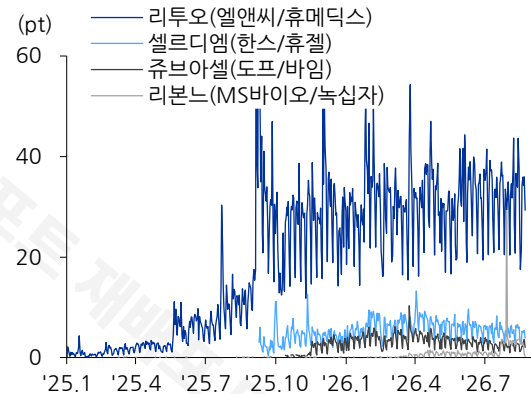
스킨부스터 제품군 네이버 검색량 추이



주: 제품명(주성분); 그래프는 네이버에서 해당 검색어가 검색된 횟수를 각각 합산하여 조회기간 내 최대 검색량을 100 으로 설정하여 상대적인 변화를 나타냄

자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

진피 ECM 스킨부스터 제품군 네이버 검색량 추이



주: 제품명(개발사/판매사); 그래프는 네이버에서 해당 검색어가 검색된 횟수를 각각 합산하여 조회기간 내 최대 검색량을 100 으로 설정하여 상대적인 변화를 나타냄

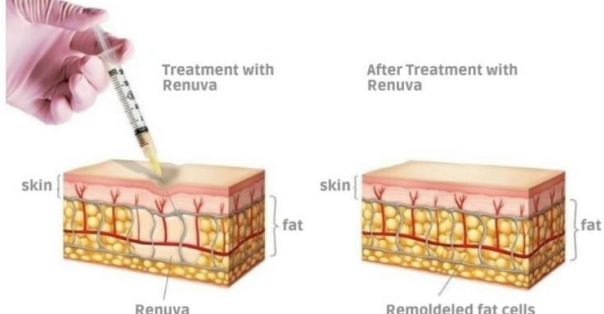
자료: 네이버 데이터랩, 유진투자증권

미국에서 상업화된 레누바(Renuva®, MTF biologics): 주로 안면, 신체부위의 점진적인 볼륨 개선 목적으로 사용



How Does Renuva Work?

Renuva 는 주입형 세포외기질(ECM)을 지지체로 활용해 체내에서 지방 조직이 스스로 재생되도록 유도하는 제품입니다. 원하는 부위에 주입하면 시간이 지나면서 세포외기질이 점차 자신의 지방세포로 대체됩니다. 지방흡입이나 별도의 지방 채취 과정이 필요하지 않아, 보다 간편하고 덜 침습적으로 볼륨을 회복할 수 있습니다.



Treatment with Renuva

After Treatment with Renuva

skin

fat

Renuva

Remodeled fat cells

주: 레누바는 무세포 동종 지방 ECM(세포외기질) 성분의 동종이식재(allograft); 자료: Radiance Medspa, MTF biologics, 유진투자증권

미국에서 상업화된 알로클레(AlloClae™, Tiger Aesthetics): 주로 신체부위의 즉각적인 볼륨 개선 목적으로 사용



Structural Adipose Filler

alloclae™

Reshape, Refine, Replace Anywhere fat exists.

Structural adipose tissue provides a wide range of natural options for breast and body procedures, all in a ready-to-use, non-surgical product.

50 CC ALLOCLAE TO EACH HIP DIP



BEFORE

AFTER (1 MONTH)

주: 알로클레는 생존성 없는 지방세포+ECM+중성지방+결합조직으로 구성된 동종이식재; 자료: luxurgerynyc, Tiger Aesthetics, 유진투자증권

엘앤씨바이오 주요 연구개발 실적 및 진행 현황

구분	품목명	적응증(국내 기준)	연구 시작일	구분	품목명	적응증(국내 기준)	연구 시작일
인체조직 이식재	MegaDerm Soft	결손된 인체 피부의 대체	2020	인체조직 기반 의료가기	MegaDBMS (생체재료이식용뼈)	외상, 골다공증 등 뼈 손실 대체 하는 정형외과/치과용 임플란트	2018
	MegaFill Hirect	척추, 어깨, 목, 얼굴과 관련한 각종 관절염, 디스크, 근막염 등	2020		MegaCure (생체유래 흡수성창상피복재)	외상 및 만성 궤양 등 상처가 아물지 않은 모든 개방성 창상	2018
	MegaNerve Prime	말초신경증 및 신경손실과 같은 손상된 말초신경 대체	2019		MegaShield (유착방지피복재)	갑상선 수술 후 유착 감소	2016
	MegaFill Putty	유방 등 연조직 절제 후 조직재건	2023		MegaCarti (콜라겐사용조직보충재)	국소적 무릎연골 결함 및 퇴행성 관절염	2018
	MegaDerm Matrix	화상, 외상 등으로 인한 피부 결손	2025		MegaAdipo ECM (조직수복용생체재료)	안면성형 및 비디필러	2018
	MegaDerm Soft FD type	개두술 후 손상된 연조직 보강	2025		TendonFill (콜라겐사용조직보충재)	인체 건인대 손상	2026
	포켓형 ADM	유방재건술에서 보형물 삽입 시 연부조직 보강 및 지지	2025	기타	Mega Cartilage-E (조직수복용생체재료)	코 성형	2016
					MegaCare W (생체유래 비흡수성창상피복재)	1~3도 화상, 자가피부 이식부위 및 족부 궤양 등의 창상보호	2020

주: 회색 배경은 미출시/개발 중인 제품; 자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

엘앤씨바이오(290650.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
자산총계	107	200	262	472	457
유동자산	48	64	130	130	139
현금성자산	18	11	56	24	67
매출채권	14	17	22	54	26
재고자산	12	34	46	47	43
비유동자산	60	135	132	342	317
투자자산	41	79	56	46	83
유형자산	18	53	75	97	107
기타	1	4	1	199	128
부채총계	14	92	105	181	248
유동부채	6	19	102	155	238
매입채무	3	7	6	52	8
유동성이자부채	1	11	81	101	226
기타	2	1	15	2	4
비유동부채	9	73	4	26	10
비유동이자부채	6	71	1	24	8
기타	2	2	2	2	2
자본총계	93	108	157	291	209
지배지분	85	98	147	281	198
자본금	11	11	11	11	12
자본잉여금	44	52	53	53	79
이익잉여금	33	37	84	219	99
기타	(4)	(2)	(1)	(3)	8
비지배지분	8	10	10	10	10
자본총계	93	108	157	291	209
총차입금	7	82	82	125	234
순차입금	(11)	71	26	100	167

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업현금	11	(6)	(12)	(9)	13
당기순이익	16	6	49	141	(138)
자산상각비	3	5	6	7	8
기타비현금성손익	(1)	6	(39)	(140)	145
운전자본증감	(7)	(21)	(26)	(3)	(2)
매출채권감소(증가)	(3)	(0)	(5)	(3)	(3)
재고자산감소(증가)	(5)	(23)	(12)	(1)	3
매입채무증가(감소)	1	2	(1)	0	(2)
기타	(0)	0	(8)	1	(0)
투자현금	(20)	(84)	25	(22)	(33)
단기투자자산감소	2	(2)	(36)	35	(2)
장기투자증권감소	0	(41)	100	(11)	0
설비투자	10	38	25	5	16
유형자산처분	0	0	0	1	0
무형자산처분	(1)	0	(0)	(1)	(1)
재무현금	5	79	(4)	34	32
차입금증가	5	80	(3)	35	25
자본증가	(3)	(1)	(2)	(2)	6
배당금지급	1	1	1	2	1
현금 증감	(5)	(11)	8	3	13
기초현금	22	17	7	15	18
기말현금	17	7	15	18	31
Gross Cash flow	17	16	15	8	15
Gross Investment	29	103	(34)	60	33
Free Cash Flow	(12)	(87)	49	(52)	(18)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	46	53	66	72	85
증가율(%)	(30.7)	15.1	25.4	9.3	18.7
매출원가	17	26	32	36	40
매출총이익	28	27	34	36	45
판매 및 일반관리비	15	18	26	32	41
기타영업손익	(41)	15	47	24	29
영업이익	13	9	8	4	4
증가율(%)	62.0	(28.0)	(14.3)	(52.4)	14.1
EBITDA	16	14	14	11	13
증가율(%)	16.6	(12.9)	(1.5)	(22.9)	19.1
영업외손익	4	(5)	55	136	(164)
이자수익	0	1	2	2	2
이자비용	0	3	6	3	6
지분법손익	4	(1)	60	148	(0)
기타영업손익	0	(2)	(1)	(10)	(160)
세전순이익	17	5	63	140	(160)
증가율(%)	(73.0)	(73.3)	1,286.4	121.0	적전
법인세비용	2	(1)	14	(5)	(22)
당기순이익	16	6	49	141	(138)
증가율(%)	(67.9)	(63.5)	752.6	191.6	적전
지배주주지분	14	5	48	142	(138)
증가율(%)	(71.4)	(67.1)	964.2	192.8	적전
비지배지분	2	1	0	(0)	(0)
EPS(원)	609	200	2,132	6,242	(5,613)
증가율(%)	(71.4)	(67.1)	964.2	192.8	적전
수정EPS(원)	609	200	2,132	6,242	(5,613)
증가율(%)	(71.4)	(67.1)	964.2	192.8	적전

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	609	200	2,132	6,242	(5,613)
BPS	3,748	4,318	6,478	12,383	8,052
DPS	50	50	100	50	50
밸류에이션(배, %)					
PER	60.1	115.3	23.9	8.2	-
PBR	9.8	5.3	7.9	4.1	6.3
EV/ EBITDA	51.0	42.5	101.7	138.9	122.0
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	47.8	32.1	75.5	148.4	86.1
수익성(%)					
영업이익률	28.8	18.0	12.3	5.4	5.2
EBITDA이익률	35.2	26.6	20.9	14.7	14.8
순이익률	34.1	10.8	73.6	196.4	(161.7)
ROE	19.3	5.0	39.5	66.2	(57.7)
ROIC	29.7	9.0	5.2	1.1	0.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(11.7)	66.0	16.8	34.5	80.2
유동비율	845.3	343.1	128.0	84.2	58.5
이자보상배율	28.6	3.1	1.3	1.2	0.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
매출채권회전율	3.8	3.4	3.4	1.9	2.2
재고자산회전율	4.5	2.3	1.6	1.5	1.9
매입채무회전율	17.5	10.5	10.1	2.5	2.9

(086900)

메디톡스

의료기기 이다빈
6144 / db23@eugenefn.com

본업으로 증명할 특신 경쟁력

“ 메디톡스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용해 산출했다. Target PER는 2021년 이후 평균 12개월 선행 PER 34배 대비 40% 할인된 수준으로, 소송비용 및 액상 특신 미국 진출 일정 지연에 따른 불확실성을 반영했다. 2026년에는 매출액 2,758억원(+12%yoy), 영업이익 348억원(+105%yoy, OPM 12.6%)으로 특신 수출 성장과 함께 수익성이 일부 개선되며 주가의 하방을 지지할 것으로 예상된다. 향후 밸류에이션 할인 요인이 해소됨에 따라 리레이팅 가능할 것으로 판단한다.

“ **투자포인트 1) 마침내 원가율 하향 안정화:** 특신 수출 확대와 생산설비 가동률 상승으로 본업 수익성이 회복되고 있다. 2026년 특신 해외 매출액은 888억원(+34%yoy)으로 예상하며, 특신 수출 확대에 따른 3공장 가동률 상승으로 매출원가율은 전년 대비 6%p 하락한 36%를 전망한다. 향후 차세대 특신 뉴릭스의 승인 국가 확대와 기존 제품 뉴로녹스(국내명 메디톡스) 수출 증가가 지속되며 외형 성장과 원가율 개선이 지속될 전망이다.

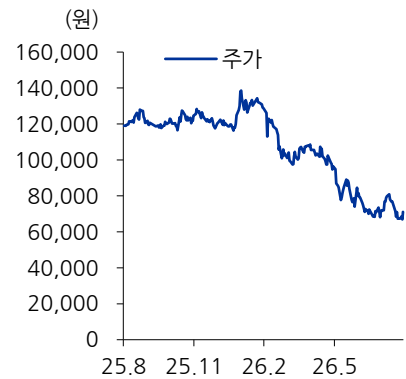
“ **투자포인트 2) 독보적인 특신 R&D 역량으로 시장별 수요 대응:** 메디톡스의 구조적 경쟁력은 다양화된 포트폴리오를 기반으로 시장별 특성에 대응할 수 있다는 데 있다. 특히 아시아 시장에서는 기존 제품인 뉴로녹스와 차세대 제품 뉴릭스를 각각 중저가와 프리미엄 시장에 포지셔닝해 제품 간 잠식을 최소화하면서 판매를 확대하고 있다. 국내에서는 경쟁 심화에도 내성 예방 제품 코어톡스의 견조한 성장세가 지속되며 2026년 국내 특신 매출액은 733억원(+5%yoy)을 기록할 전망이다. 특신 외에 2026년 3월 출시한 콜산(CA)지 방분해주사제 뉴비주가 초기 성과를 확인하고 있는 점도 긍정적이다.

“ **투자포인트 3) 액상 특신의 글로벌 성장 여력은 여전히 유효:** 액상 특신 MT10109L의 중장기 성장 기회는 여전히 남아 있다고 판단한다. 글로벌 피어인 갈더마가 유럽에서 액상 특신 렐피데스의 높은 매출 성장을 확인하고 있으며 미국에서도 허가 절차를 진행 중인 만큼, 액상 특신의 시장성이 점차 입증되고 있다는 점은 MT10109L에도 긍정적이다. 다만 수년간 FDA 허가 신청 일정이 지연되며 시장의 신뢰가 낮아진 만큼, 현 시점에서는 우선 BLA 제출 및 접수를 통해 허가 절차의 실질적인 진전을 확인하는 것이 중요하다.

“ **소송 Update:** 소송 관련 비용과 일정의 불확실성이 높다는 점은 당분간 예상하기 어려운 비용 리스크로 작용할 전망이다. 메디톡스는 현재 대응계약과의 국내 민사소송을 비롯해 애브비·엘러간 측과의 ICC 국제중재, 휴젤 관련 ITC 판결에 대한 항소를 진행하고 있다. 2025년에는 관련 비용으로 약 450억원을 인식했으며, 상당 부분이 ICC 중재와 ITC 항소 등 해외 법적 절차에서 발생했다. 소송별 진행 일정과 향후 비용 규모를 예측하기 어렵다는 점에서 단기 실적 가시성은 제한적이나, 2026년 말~2027년 초로 예상되는 대응 계약과의 국내 민사 2심 결과가 확인될 경우 관련 불확실성은 일부 완화될 수 있다고 판단한다.

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(신규)
100,000 원(신규)
68,900 원(8/31)



시가총액(십억원)	503
발행주식수(천주)	7,298
52 주 최고	141,100 원
최저	65,600 원
52 주 일간 Beta	0.22
60 일 평균 거래대금	37 억원
외국인 지분율	14.9%
배당수익률(26E)	1.7%
주주구성	
정현호 (외 8 인)	18.7%
자사주 (외 1 인)	11.5%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-4.3	-46.5	-42.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	100,000	-	신규
영업이익(26E)	35	-	신규
영업이익(27E)	48	-	신규

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	247	276	304
영업이익	17	35	48
세전손익	7	34	48
당기순이익	16	26	38
EPS(원)	2,274	3,622	5,182
증감률(%)	-2.1	59.3	43.0
PER(배)	53.1	19.0	13.3
ROE(%)	3.6	6.3	9.4
PBR(배)	2.1	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	24.5	13.1	8.5

투자의견 및 목표주가 산출

메디톡스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027 년 예상 EPS 에 Target PER 20 배를 적용해 산출했다. 독신 수출 확대로 원가율이 개선되고 있어 이러한 영향이 온기 반영될 수 있는 2027 년을 기준으로 했다. Target PER 는 2021 년 이후 동사의 평균 12 개월 선행 PER 34배에 40% 할인율을 적용한 20배를 적용했다. 2027년에도 영업이익률이 16%로 전년 대비 3%p 개선될 것으로 추정하였으나, 소송 비용의 불확실성과 액상형 독신 MT10109L 의 미국 진출 시기가 지속 지연되는 점을 감안하여 할인된 멀티플을 적용했다.

2026 년 메디톡스의 주가는 연초 대비 43% 하락했으나 독신 수출 회복, 미국 MT10109L FDA 신청 모멘텀을 기반으로 반등이 가능할 것으로 전망한다(8/31 기준). 상반기 실적에서 수익성이 일부 회복되었음에도 주가 하락폭이 큰 것은, 소송비용의 불확실성이 지속되는 가운데 MT10109L 의 미국 허가 재신청이 지연되며 중장기 성장에 대한 기대감이 점차 낮아졌기 때문으로 판단한다. 다만 독신 수출 확대로 수익성이 개선되고 있으며, MT10109L 의 미국 진출에는 시간이 걸리더라도 성장 여력이 여전히 남아있다고 판단한다. 향후 본격적인 밸류에이션 회복을 위해서는 소송비용 감소와 BLA 재신청 및 허가 일정 구체화가 필요하며, 관련 불확실성이 해소될 경우 수익성 정상화와 함께 밸류에이션 할인폭도 축소될 수 있을 전망이다.

메디톡스 목표주가 산출

항목		단위	비고
지배순이익	38	십억원	2027E 기준
발행주식수	7,298	천주	총발행주식수
EPS	5,182	원	2027E 기준
Target PER	20	배	2021 년 이후 평균 12 개월 선행 PER 34배 대비 40% 할인 메디톡스는 소송 비용 등으로 이익 레벨이 낮아진 2021 년 이후로도 평균 30배 이상의 밸류에이션 프리미엄을 받았음. 다만 점차 프리미엄이 감소하고 있으며 아직 실적 정상화가 되지 않았으므로 동 시기와 비교하는 것이 적절하다고 판단함
목표 시가총액	756	십억원	-
목표 주가	100,000	원	-

자료: 유진투자증권 추정

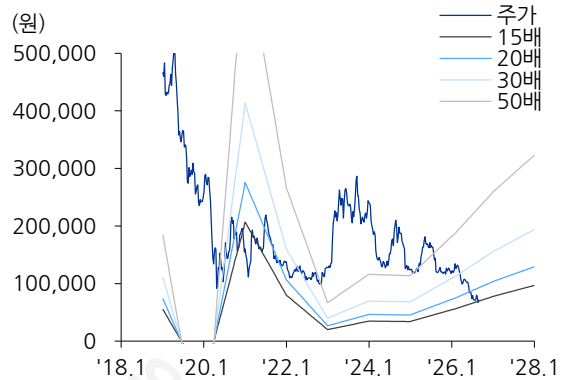
글로벌 미용의료 기업 피어 테이블

카테고리		국내 (단위: 십억원, 배)							글로벌 (단위: 백만달러, 배)	
		보툴리눔 독신			스킨부스터		EBD			
항목 기업명		휴젤	대웅제약	메디톡스	파마리서치	엘앤씨 바이오	클래스스	원텍	갈더마 (GALD)	에볼루스 (EOLS)
현재 시가총액		3,154	1,472	503	4,426	1,432	2,208	451	\$50.2B	\$0.6B
YTD 주가 수익률		9%	-26%	-43%	6%	-13%	-38%	-40%	7%	32%
매출액	2025	425	1,571	247	536	85	337	157	5,241	297
	2026E	538	1,666	268	695	162	441	189	6,378	330
	2027E	658	1,761	300	848	221	554	218	7,474	388
매출증가율	2025	14%	10%	8%	53%	19%	39%	36%	18%	12%
	2026E	27%	6%	8%	30%	89%	31%	20%	22%	11%
	2027E	22%	6%	12%	22%	37%	26%	16%	17%	17%
영업이익	2025	201	197	17	214	4	171	52	889	(38)
	2026E	219	231	30	271	37	194	48	1,356	9
	2027E	285	242	37	338	63	255	56	1,827	33
영업이익률	2025	47%	13%	7%	40%	5%	51%	33%	17%	-13%
	2026E	41%	14%	11%	39%	23%	44%	25%	21%	3%
	2027E	43%	14%	12%	40%	28%	46%	26%	24%	8%
당기순이익 (자배)	2025	141	196	17	165	(138)	132	35	'25 미용사업부 매출, 비중	
	2026E	175	185	25	221	23	155	45	2,572	297
	2027E	224	182	37	271	55	200	41	49%	100%
PER	2025	20.3	10.2	56.3	28.4	-	27.1	19.7	78.8	-
	2026E	17.4	7.5	20.8	20.9	57.9	13.6	9.2	44.1	-
	2027E	13.7	7.6	13.3	17.1	25.2	10.5	10.0	32.4	48.0

주: 현재 시가총액 및 YTD 주가수익률은 2026.8.31 기준; 예상 실적은 Fnguide, Bloomberg 컨센서스

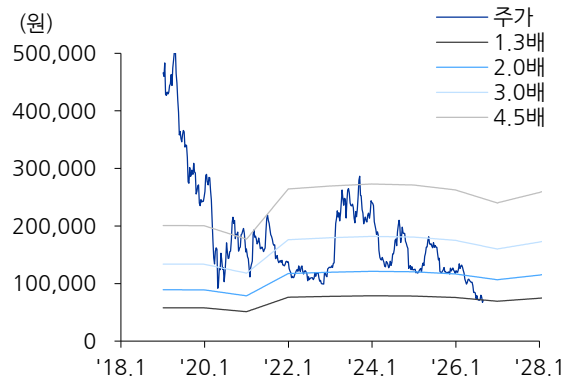
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유진투자증권

메디톡스 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

메디톡스 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

메디톡스 시가총액 추이 및 주요 이벤트



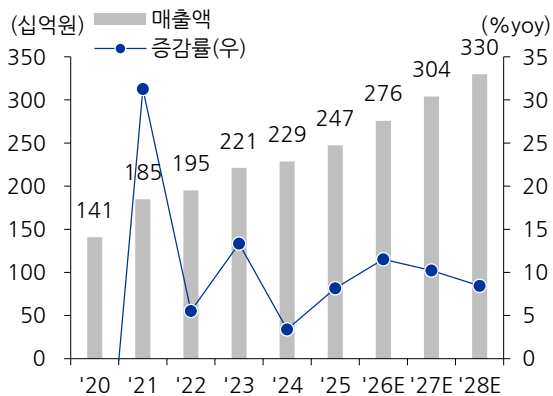
주: 예상 실적은 당사 추정치; 자료: Quantwise, 유진투자증권

실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 2,758 억원(+12%yoy), 영업이익 348 억원(+105%yoy), 영업이익률 13%(+6%p yoy)를 전망한다. 수익성 개선은 특신 수출 확대에 따른 오송 3 공장 E 동의 가동률 상승이 견인할 전망이다. 3 공장은 대규모 생산능력 대비 낮은 가동률로 고정비 부담이 지속되고 있으나 뉴렉스의 해외 허가 및 특신 수출 확대에 따라 가동률이 상승하면서 조업손실이 축소된 것으로 파악된다. 24 분기 정기보수 영향을 감안하더라도 연간 매출원가율은 36%로 전년 대비 약 6%p 개선될 것으로 추정한다.

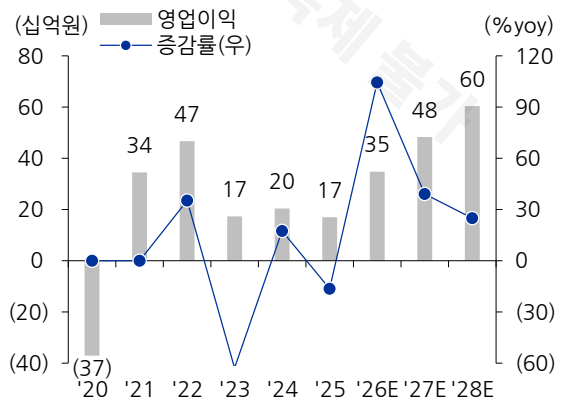
영업이익률은 법무비 영향을 제외할 경우 약 29% 수준으로 추정한다. 2025 년 법무비는 약 450 억원으로 매출액의 약 18%에 해당했으며, 발생 시점과 규모를 예측할 수 없다는 점을 고려해 2026 년에도 보수적으로 전년과 동일한 수준의 법무비를 반영했다. 2026 년 상반기에는 지급수수료 내 법무비가 약 308 억원 인식된 것으로 파악되며, 회사는 하반기 법무비가 상반기 대비 감소할 것으로 예상하고 있다. 특신 수출 확대와 3 공장 가동률 상승을 통해 본업의 수익성 개선이 확인되고 있는 만큼, 법무비 부담이 낮아질 경우 이익률의 즉각적인 개선 여력이 크다는 점은 긍정적이다. 다만 해외 소송 관련 법무비는 청구 시점과 규모를 사전에 파악하기 어려워 당분간 전사 실적의 불확실성 요인으로 남을 전망이다.

메디톡스 매출액 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 유진투자증권 추정

메디톡스 영업이익 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 유진투자증권 추정

메디톡스 실적 추정표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	64.0	61.6	61.0	60.7	60.7	68.7	70.9	75.5	247.3	275.8	304.0
%yoy	17.2	(5.2)	13.3	10.0	(5.1)	11.4	16.3	24.4	8.2	11.5	10.2
사업부별											
특신	32.9	35.5	35.4	32.4	37.4	38.5	42.1	44.1	136.2	162.1	179.7
수출	15.8	18.5	17.9	14.0	21.4	21.3	22.7	23.3	66.2	88.8	103.0
내수	17.1	17.0	17.5	18.4	16.0	17.2	19.3	20.8	70.0	73.3	76.7
필러	21.9	18.7	18.5	19.1	15.8	20.5	20.8	22.1	78.2	79.2	87.9
수출	17.5	14.6	14.5	14.7	11.5	16.5	16.4	17.1	61.3	61.5	68.9
내수	4.4	4.1	4.0	4.3	4.3	4.0	4.4	5.0	16.8	17.7	19.0
에볼루스 관련	6.6	5.4	5.5	7.3	5.9	6.8	6.1	6.8	24.8	25.6	26.3
기타	2.5	1.9	1.6	1.8	1.6	2.9	2.0	2.4	7.8	9.0	10.0
%yoy											
특신	41.8	4.4	38.3	22.3	13.7	8.5	18.8	36.1	24.6	19.0	10.9
수출	16.2	15.6	35.6	8.8	35.4	15.1	27.0	66.3	18.9	34.0	16.0
내수	78.1	(5.6)	41.1	35.3	(6.4)	1.2	10.5	12.8	30.6	4.7	4.7
필러	0.6	(14.6)	(6.5)	(0.5)	(28.0)	9.6	12.4	15.8	(5.3)	1.2	11.0
수출	2.9	(14.6)	1.4	6.7	(34.3)	13.0	13.0	16.3	(1.4)	0.3	12.0
내수	(7.5)	(14.4)	(27.0)	(20.2)	(3.2)	(2.4)	10.0	15.9	(17.7)	5.0	7.5
에볼루스 관련	34.7	(5.3)	5.8	7.8	(10.6)	25.9	10.0	(6.9)	9.9	3.0	3.0
% of sales											
특신	51.4	57.6	58.0	53.4	61.6	56.0	59.3	58.4	55.1	58.8	59.1
수출	24.7	30.0	29.3	23.1	35.3	31.0	32.0	30.9	26.8	32.2	33.9
내수	26.7	27.6	28.7	30.3	26.4	25.0	27.3	27.5	28.3	26.6	25.2
필러	34.3	30.3	30.3	31.5	26.0	29.8	29.3	29.3	31.6	28.7	28.9
수출	27.4	23.7	23.8	24.3	18.9	24.0	23.1	22.7	24.8	22.3	22.7
내수	6.9	6.7	6.6	7.1	7.1	5.8	6.2	6.6	6.8	6.4	6.3
에볼루스 관련	10.3	8.8	9.0	12.1	9.7	9.9	8.5	9.0	10.0	9.3	8.7
매출원가	25.9	29.0	24.6	24.5	18.9	27.6	25.7	26.4	104.0	98.6	106.5
매출총이익	38.1	32.6	36.4	36.2	41.8	41.1	45.3	49.1	143.3	177.2	197.5
%yoy	14.9	(21.1)	16.0	9.1	9.7	25.9	24.3	35.7	3.1	23.7	11.5
GPM%	59.5	52.9	59.7	59.6	68.8	59.8	63.8	65.0	57.9	64.2	65.0
판매관리비	32.6	26.3	27.5	39.9	34.4	36.3	34.1	37.6	126.3	142.4	149.2
법무비*	11.8	7.2	6.4	19.5	15.7	15.2	7.2	7.2	44.9	45.3	45.7
영업이익	5.5	6.3	8.9	(3.7)	7.4	4.8	11.1	11.5	17.0	34.8	48.3
%yoy	흑전	(55.9)	48.3	적전	34.6	(24.6)	25.3	흑전	(16.4)	104.4	39.1
OPM%	8.6	10.2	14.6	(6.1)	12.1	6.9	15.7	15.2	6.9	12.6	15.9
조정 OPM%*	27.0	22.0	25.0	26.0	38.0	29.0	25.9	24.7	25.0	29.0	30.9
지배순이익	3.8	8.4	7.4	(3.0)	7.8	3.1	7.7	7.8	16.6	26.4	37.8
%yoy	흑전	(26.6)	95.1	적전	104.9	(62.9)	3.7	흑전	(2.1)	58.9	43.4
NPM%	5.9	13.6	12.2	(5.0)	12.8	4.5	10.9	10.3	6.7	9.6	12.4

주: 법무비는 지급수수료 계정에 포함됨; 조정 OPM은 지급수수료 중 법무비 제외 기준

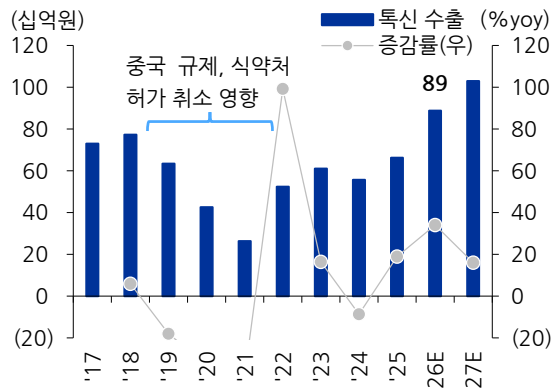
자료: 메디톡스, 유진투자증권 추정

투자포인트 1) 백신 수출 확대에 따른 수익성 개선 본격화

백신 수출 확대가 생산설비 가동률 상승으로 이어지면서 본업의 수익성 회복이 본격화될 전망이다. 2026년 백신 해외 매출액이 888억원(+34%yoy)으로 증가하면서 매출원가율은 36%로 전년 대비 6%p 하락을 예상한다. 중남미와 중동에서 기존 제품 뉴로노스(국내명 메디백신)의 수출이 증가하는 가운데 아시아를 중심으로 차세대 제품 뉴릭스가 출시되며 해외 성장 기반이 넓어지고 있다.

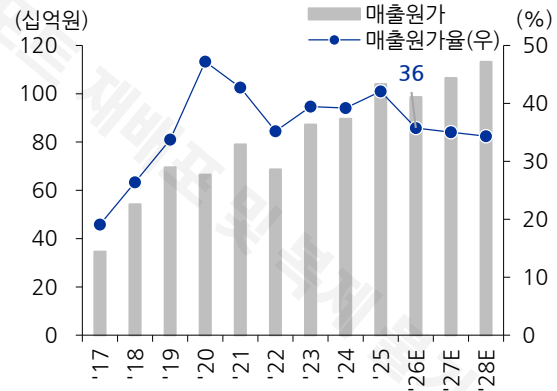
3공장의 가동률이 현재 수준을 유지한다면 개선된 원가 구조 역시 지속 가능할 전망이다. 메디백신은 글로벌 백신 수요 증가에 선제적으로 대응하기 위해 지난 2021년 오송 3공장 E동을 준공했으며, 연간 백신 CAPA가 약 1.5조~3조원 규모에 달하는 것으로 알려져 있다. 아직까지 낮은 가동률에 따른 고정비 부담이 남아있으나, 2024년 말 뉴릭스에 이어 2025년 코어백신까지 E동 생산이 시작되면서 생산량이 증가하고 있다. 향후 신규 국가에서 백신 판매가 본격화되며 원가율이 추가 개선될 수 있다고 판단한다.

메디백신 백신 해외 매출액 추이 및 전망



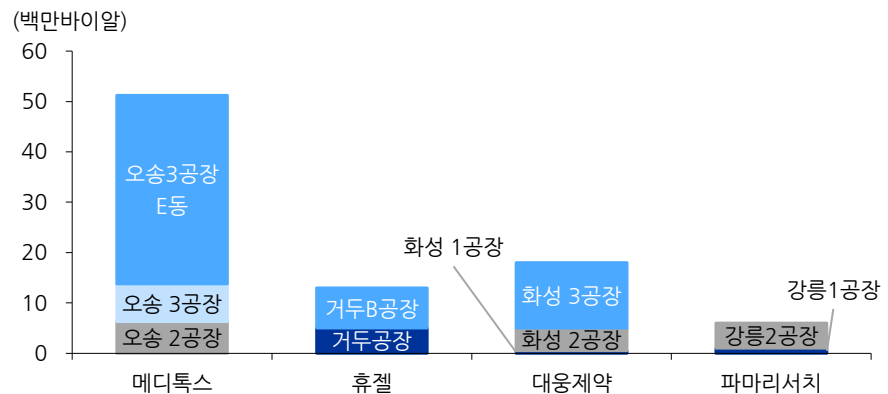
자료: 메디백신, 유진투자증권 추정

메디백신 매출원가, 매출원가율 추이 및 전망



자료: 메디백신, 유진투자증권 추정

국내 주요 백신 기업들의 CAPA 현황(추정)



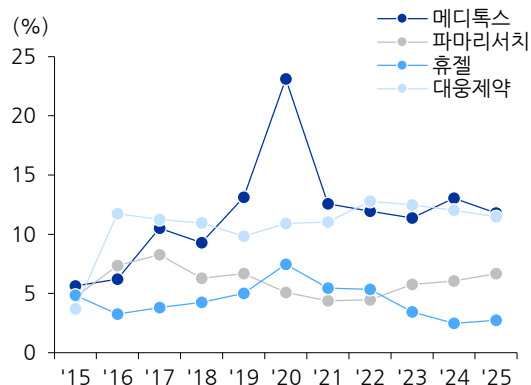
자료: 각 사, 유진투자증권 추정

투자포인트 2) 독보적인 독신 R&D 역량으로 시장별 수요 대응

메디톡스의 중장기 독신 경쟁력은 국내 독신 업체 중 가장 폭넓은 제품 포트폴리오를 기반으로 시장과 가격대별로 제품을 달리 공급할 수 있다는 데 있다. 메디톡스는 매년 매출액의 10% 이상을 연구개발에 투자하며 적극적인 R&D 투자를 지속해왔고, 이를 기반으로 기존 분말형 독신인 뉴로독스와 차세대 제품 뉴렉스, 핵심 신경독소만 정제한 코어독스 등 차별화된 제품군을 구축했다. 특히 아시아 지역에서는 기존 제품인 뉴로독스를 중저가, 생산공정을 개선한 차세대 제품 뉴렉스를 프리미엄으로 포지셔닝하면서 제품 간 잠식을 최소화하고 있다. 각 시장의 가격 구조 및 제품 수요에 맞춰 선택지를 제시할 수 있는 것은 글로벌 독신 시장 경쟁 심화에도 성장을 유지할 수 있는 요인이 될 것으로 전망한다.

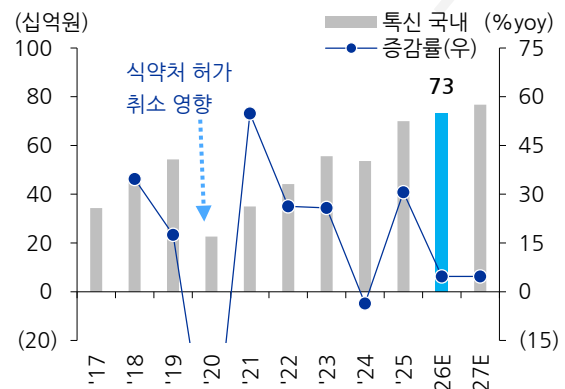
국내에서는 경쟁 심화에도 내성 예방 제품 코어독스의 견조한 성장세가 지속되며 2026년 국내 독신 매출액은 733억원(+5%yoy)을 기록할 전망이다. 코어독스는 일반적인 900kDa 복합체 대신 약리작용에 필요한 150kDa 신경독소만을 정제하고, 제조 과정에서 동물유래 성분을 배제한 제품으로 내성 발생을 우려하는 반복 시술 수요를 주요 타깃으로 한다. 여기에 독신 포트폴리오 외에 지방분해주사제인 뉴비쥬가 추가된 점도 긍정적이다. 2026년 3월 출시된 뉴비쥬는 기존 지방개선 주사제에 주로 사용되는 데옥시콜산(DCA)이 아닌 콜산(CA)을 주성분으로 사용한 국내 신약으로, 기존 DCA 제품 대비 부종명 등의 이상반응을 줄이고 인체와 유사한 pH를 통해 주사 시 통증과 자극을 낮추는 것을 차별점으로 한다. 메디톡스는 출시 초기 긍정적인 반응을 확인하고 있으며 코어독스와의 복합 시술을 '뉴코어'로 마케팅하며 국내 시장 경쟁 심화에 대응할 전망이다.

미용 주사제 기업 매출액 대비 연구개발비 비중



주: 판관비 기준; 자료: Quantiwise, 유진투자증권

메디톡스 독신 국내 매출액 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 유진투자증권 추정

메디톡스 독신 제품 포트폴리오

제품명	메디톡신 (수출명 뉴로독스)	이노독스	코어톡스	뉴룩스	MT10109L
					〈미국 허가 준비 중〉
판매단위	50, 100, 150, 200units	25, 50, 100units	100units	100units	-
제형	분말	액상	분말	분말	액상
분자량	900 kDa	900 kDa	150 kDa	900 kDa	-
적응증	■ 미간 주름, 눈가 주름 ■ 눈꺼풀 경련, 소아뇌성마비(만 2 세이상) 침묵기형 ■ 뇌졸중 상지 근육 경직 ■ 경부근긴장이상	■ 미간주름	■ 미간주름 ■ 뇌졸중 관련 상지 국소 근육 경직	■ 미간주름	-
주요 승인 국가 (승인일)	■ 국내 2006.03 ■ 태국 2008, ■ 브라질 2010 등	■ 국내 2013.12	■ 국내 2016.06	■ 국내 2023.08 ■ 중국 임상 3 상	■ 미국/유럽 임상 3 상 완료 ■ 미국 FDA 허가 신청 준비중
경쟁력/소구점	■ <u>국내 최초로 상용화된</u> 900kDa 보툴리눔 독신 제제. 적응증 다	■ <u>세계 최초 액상형 제제</u>로 희석과정 필요하지 않아 시술 편의성 높음, 정밀한 시술 용량 산정 가능 ■ 공정에서 동물성 유래물질 배제해 알레르기 반응 가능성 낮춤	■ 유효성분(150kDa 신경독소)만을 정제해 생산되어 <u>내성 발현의 위험 낮춤</u> ■ 보툴리눔 배양배지의 동물 성분을 완전 배제	■ <u>메디톡신 업그레이드 ver</u> ■ 900kDa 보툴리눔 독신 제제 중 최초로 동물유래성분 배제 공정 적용 ■ 화학처리 공정을 줄여 유효 신경독소 단백질 변성을 최소화	■ <u>이노독스 업그레이드 ver</u> ■ 액상형 제제로 시술 편의성 높음 ■ 높은 열안정성

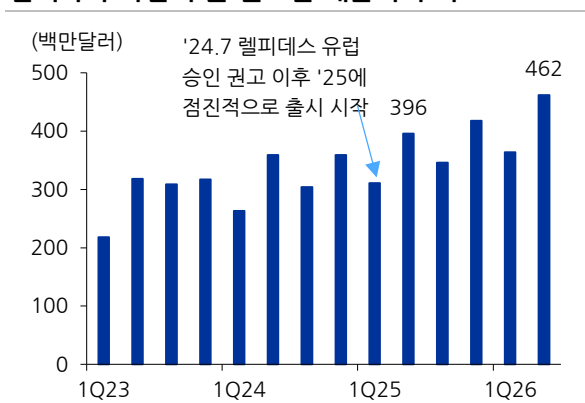
자료: 메디톡스, 유진투자증권

투자포인트 3) 액상 특신의 글로벌 성장 여력은 여전히 유효

글로벌 시장에서 액상 특신의 시장성이 확인되고 있다는 점에서 메디톡스의 액상 특신 MT10109L 의 중장기 상업화 기회는 여전히 남아 있다고 판단한다. 갈더마는 유럽 최초의 ready-to-use 액상 특신인 렐피데스(Relfydess)를 2024 년 유럽에서 승인받은 이후 기존 분말형 제품인 디스포트와 함께 매출 성장을 확인했다. 2025 년 연간 실적 발표에서는 초기 출시 국가인 스페인, 독일에서 렐피데스가 점유율 3 위를 기록했다고 언급한 바 있다. 액상 제형은 기존의 분말 제형과 달리 별도의 희석 과정이 필요하지 않아 시술 편의성과 투여 농도의 일관성을 높일 수 있으며 이러한 장점이 실제 시장에서 받아들여지고 있다는 점은 동일한 액상 제형인 MT10109L에도 긍정적이다. MT10109L은 이미 FDA 허가 절차를 진행 중인 갈더마 제품보다 늦게 미국 시장에 진입할 가능성이 높다는 점과 직접 판매를 추진할 예정이라는 점을 감안하면, 허가 이후에는 차별화된 상업화 전략을 제시하는 것이 중요할 전망이다.

다만 현재는 BLA 재제출과 FDA 의 정식 접수를 통해 허가 절차의 실질적인 진전을 확인하는 것이 우선이다. 메디톡스는 2023 년 12 월 MT10109L 의 BLA 를 제출했으나 2024 년 2 월 일부 보고서 미비를 이유로 FDA 로부터 접수 거절(Refuse-to-File) 통보를 받았고, 이후 관련 자료를 보완해 재제출을 준비하고 있다. 2026 년 내 BLA 가 재제출되고 CRL 1 회 수령을 가정할 때 이르면 2028 년 하반기 FDA 승인 가능성이 있다. 다만 이미 글로벌 신약 허가 경험이 있는 갈더마도 현재까지 렐피데스의 FDA 허가 절차에서 2023년, 2026년 두 번의 CRL을 수령하며 제조공정을 보완하고 있는 점을 고려할 때 메디톡스 또한 실제 시장 진입까지는 보수적인 시각을 유지하는 것이 필요하다고 판단된다.

갈더마의 특신 부문 글로벌 매출액 추이



자료: 갈더마, 유진투자증권

갈더마, 메디톡스의 액상 특신 FDA 허가 타임라인

날짜 / 항목	갈더마 Relfydess	메디톡스 MT10109L
2021.01	글로벌 임상 3상 완료 NCT04249583	글로벌 임상 3상 완료 (NCT03721016)
2023.10	1차 CRL 수령 (제조시설 CMC 이슈)	-
2023.12	-	FDA BLA 제출
2024.02	-	FDA 접수 거절(RTF)
2026.02	재제출 BLA FDA 수리	-
2026.07	2차 CRL 수령 (CMC 이슈)	(9월 현재 BLA 제출 준비 중)

자료: 갈더마, 유진투자증권

소송 Update

소송 관련 비용과 일정의 불확실성이 높다는 점은 당분간 예상하기 어려운 비용 리스크로 작용할 전망이다. 메디톡스는 현재 대웅제약과의 국내 민사소송을 비롯해 애브비-엘러간 측과의 ICC 국제중재, 휴젤 관련 ITC 판결에 대한 항소를 진행하고 있다. 2025년에는 관련 비용으로 약 450 억원을 인식했으며, 상당 부분이 ICC 중재와 ITC 항소 등 해외 법적 절차에서 발생했다. 소송별 진행 일정과 향후 비용 규모를 예측하기 어렵다는 점에서 단기 실적 가시성은 제한적이나, 2026년 말~2027년 초로 예상되는 대웅제약과의 국내 민사 2심 결과가 확인될 경우 관련 불확실성은 일부 완화될 수 있다고 판단한다.

메디톡스의 주요 법적 분쟁은 2017년 대웅제약을 상대로 보툴리눔 독신 균주 도용 및 제조공정 영업비밀 침해를 주장하면서 본격화됐다. 이후 국내외에서 다수의 법적 절차가 진행됐으나 상당수는 종결됐으며, 현재 국내에서는 대웅제약과의 민사 2심이 진행 중이다. 2023년 1심에서는 메디톡스가 일부 승소했으며, 판결 집행은 정지된 상태다. 해외에서는 과거 엘러간과 체결했던 라이선스 계약 종료 이후 애브비-엘러간 측과 ICC 중재가 이어지고 있으며, 휴젤 관련 ITC 사건에서는 2024년 ITC 최종판결 이후 메디톡스가 미국 연방순회항소법원에 항소해 절차가 진행 중이다.

메디톡스의 주요 해외 소송 현황 및 주요 타임라인

소제기일	원고	피고	구분	현황	주요 타임라인
2022.09	메디톡스	엘러간(계열사 및 모회사 애브비)	ICC 국제중재	진행 중	2013.09 메디톡스-엘러간, 차세대 보툴리눔 독신 후보물질 글로벌 라이선스 계약 체결 2021.09 메디톡스-엘러간(2019 애브비가 인수), 권리 반환 및 라이선스 계약 종료 결정 2022.09 <u>메디톡스가 엘러간의 계약 위반에 따른 자료 이전 및 손해배상 등을 청구하며 ICC 중재 신청</u> 2023.12 <u>엘러간 측이 라이선스 계약 해지에 따른 자료 이전 비용 및 기타 손해배상을 요구하는 반대청구 제기</u>
2024.12	메디톡스	미국 국제무역 위원회 (ITC)	CAFC* 항소	진행 중	2024.10 휴젤과의 소송에서 ITC가 휴젤의 위법 행위가 없다고 최종 판결 2024.12 <u>메디톡스가 미국항소법원(CAFC)에 ITC 대상으로 항소</u>(도CKET 번호 CAFC 25-1262)

주: CAFC- 미국 연방순회항소법원

자료: 메디톡스, 유진투자증권

메디톡스와 국내 특신 기업들의 특신 군주 출처 관련 주요 소송 현황 및 주요 타임라인

소제기일	원고	피고	구분	현황	주요 타임라인
2017.01	메디톡스	대웅제약	국내 형사	항고 진행 중	2017.01 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 형사 고소 2022.02 증거부족으로 무혐의 처분 → 메디톡스가 서울고등검찰청에 항고 2023.06 서울고등검찰청이 대웅제약 재수사 지시
2017.06	메디톡스	대웅제약	미국 민사	종결	2017.06 캘리포니아 오렌지카운티 법원에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2018.04 관할권 없음(불편한 법정 원칙) 이유로 소송 각하
2017.10	메디톡스	대웅제약	국내 민사	2심 진행	2017.10 서울중앙지방법원에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 민사 제기 2023.02 1심 메디톡스 일부 승소(대웅제약 400억원 배상, 군주 반납) → 판결 집행 정지 인용 현재 2심(항소심) 관련 절차 진행 중
2019.01	메디톡스 / 엘러간	대웅제약 / 에볼루스	ITC	종결	2019.01 ITC에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2020.12 나보타(주보) 수입 금지 판결 → 대웅제약에볼루스 항소 제기 2021.02 메디톡스/엘러간/에볼루스 3자 합의(에볼루스가 메디톡스, 엘러간에 합의금 및 주보 매출에 대한 로열티를 지급)하며 수입금지 명령 철회 2021.07 미국 연방순회항소법원(CAFC)이 항소가 무의미하다고 판단해 환송 결정 2021.10 ITC가 CAFC의 항소심 기각에 따라 주보의 미국 수입금지 판결을 공식적으로 무효화
2021.05	메디톡스	대웅제약 / 이온바이오	미국 민사	종결	2021.05 미국 캘리포니아 중부지방법원에 제소하여 특신 개발 중단/이익환수 요구 2021.06 메디톡스-이온바이오파마 합의(상업화 시 15년 간 순매출 로열티 지급, 메디톡스에 이온바이오 보통주 20%를 액면가에 발행 결정)하며 소송 철회 결정 2021.06 메디톡스가 소송을 자진 취하
		대웅제약 / 대웅		종결	2021.05 미국 버지니아 중부지방법원 제소로 대웅제약이 미국 특허를 양도할 것을 청구 2021.10 메디톡스의 소송 기각 신청이 인용됨
2022.03	메디톡스	휴젤 / 휴젤 아메리카 / 크로마파마	ITC*	항고 진행 중	2022.03 ITC에 군주 도용/제조공정 영업비밀 침해 혐의로 제소 2023.10 군주 영업비밀 침해 주장 철회 → 2024.01 제조공정 영업비밀 침해 주장 철회 2024.10 ITC가 휴젤의 위법 행위가 없다고 최종 판결 2024.12 메디톡스가 연방 항소법원에 ITC 대상으로 항소(도켓 번호 CAFC 25-1262)

주: ITC- 미국국제무역위원회

자료: 각 사, 유진투자증권

메디톡스(086900.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	615	582	586	635	690
유동자산	187	155	170	213	260
현금성자산	52	49	38	66	104
매출채권	59	59	73	84	90
재고자산	64	43	55	59	62
비유동자산	429	426	415	422	430
투자자산	156	149	139	144	150
유형자산	200	200	192	186	180
기타	72	78	85	92	100
부채총계	144	127	191	212	228
유동부채	118	105	152	172	189
매입채무	36	43	60	61	62
유동성이자부채	73	57	86	106	121
기타	8	5	5	5	5
비유동부채	27	23	40	40	40
비유동이자부채	21	20	38	38	38
기타	6	3	1	1	1
자본총계	471	454	395	424	462
지배지분	466	452	390	419	457
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	148	153	153	153	153
이익잉여금	425	436	383	412	450
기타	(111)	(141)	(150)	(150)	(150)
비지배지분	4	2	5	5	5
자본총계	471	454	395	424	462
총차입금	95	77	125	145	160
순차입금	42	28	86	79	55

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	37	61	37	44	61
당기순이익	16	16	26	38	47
자산상각비	20	20	10	20	20
기타비현금성손익	14	8	14	(1)	0
운전자본증감	(8)	23	(16)	(15)	(8)
매출채권감소(증가)	4	15	(7)	(11)	(6)
재고자산감소(증가)	(3)	21	(16)	(4)	(3)
매입채무증가(감소)	(3)	(13)	1	1	1
기타	(6)	1	6	0	0
투자현금	(1)	(21)	(10)	(28)	(29)
단기투자자산감소	28	13	12	(0)	(0)
장기투자증권감소	(12)	(1)	(1)	(3)	(4)
설비투자	9	16	8	10	9
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(10)	(19)	(11)	(11)	(12)
재무현금	(24)	(38)	(40)	11	6
차입금증가	(1)	(6)	48	20	15
자본증가	(18)	(22)	(19)	(9)	(9)
배당금지급	8	9	9	9	9
현금 증감	13	3	(12)	28	38
기초현금	33	46	49	37	65
기말현금	46	49	37	65	103
Gross Cash flow	50	44	52	59	69
Gross Investment	37	11	37	42	37
Free Cash Flow	13	33	15	16	32

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	229	247	276	304	330
증가율(%)	3.4	8.2	11.5	10.2	8.4
매출원가	90	104	99	107	113
매출총이익	139	143	177	197	216
판매 및 일반관리비	119	126	142	149	156
기타영업손익	2	6	13	5	5
영업이익	20	17	35	48	60
증가율(%)	17.5	(16.4)	104.8	38.8	24.9
EBITDA	40	37	45	68	80
증가율(%)	23.3	(8.0)	21.1	52.0	17.4
영업외손익	(3)	(10)	(1)	(0)	(0)
이자수익	1	1	1	2	2
이자비용	2	1	2	3	4
지분법손익	6	(7)	(2)	(1)	(2)
기타영업외손익	(8)	(4)	2	2	4
세전순이익	17	7	34	48	60
증가율(%)	10.4	(62.4)	414.6	42.6	24.5
법인세비용	1	(9)	7	11	13
당기순이익	16	16	26	38	47
증가율(%)	65.9	(2.6)	68.8	42.5	24.5
지배주주지분	17	17	26	38	47
증가율(%)	73.8	(2.1)	59.3	43.0	24.5
비지배지분	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	2,323	2,274	3,622	5,182	6,453
증가율(%)	73.8	(2.1)	59.3	43.0	24.5
수정EPS(원)	2,323	2,274	4,094	5,856	7,293
증가율(%)	73.8	(2.1)	80.0	43.0	24.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	2,323	2,274	3,622	5,182	6,453
BPS	60,275	58,384	53,403	57,384	62,638
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	53.7	53.1	19.0	13.3	10.7
PBR	2.1	2.1	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	23.6	24.5	13.1	8.5	7.0
배당수익률	0.9	1.0	1.7	1.7	1.7
PCR	19.2	21.3	9.6	8.6	7.3
수익성(%)					
영업이익률	8.9	6.9	12.6	15.9	18.3
EBITDA이익률	17.6	15.0	16.3	22.4	24.3
순이익률	7.0	6.3	9.6	12.4	14.2
ROE	3.6	3.6	6.3	9.4	10.8
ROIC	4.4	2.8	6.2	8.3	10.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	9.0	6.1	21.8	18.5	12.0
유동비율	158.7	148.2	112.3	123.9	138.1
이자보상배율	11.8	26.2	18.6	16.8	16.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	3.6	4.2	4.2	3.9	3.8
재고자산회전율	3.7	4.6	5.6	5.3	5.4
매입채무회전율	6.4	6.3	5.4	5.0	5.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다(엘앤씨바이오 제외)

당사는 2026년 7월 31일 엘앤씨바이오(290650)의 유상증자 주관 계약을 체결한 바 있습니다.

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.6.30 기준)

